



FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

Dottorato di Ricerca in

Diritto ed Economia

XXVII Ciclo

**I RAPPORTI TRA LA MAGGIORANZA E LA MINORANZA
AZIONARIA: VERSO IL SUPERAMENTO DELLA CLASSICA
NOZIONE DI “ABUSO” DI MAGGIORANZA**

TUTOR:

Chiar.ma Prof.ssa
Barbara De Donno

CANDIDATO:

Dott.
Matteo Smacchi

CICLO DOTTORALE 2011/2014

CAPITOLO PRIMO

1. I RAPPORTI TRA MAGGIORANZA E MINORANZA AZIONARIA

Una Premessa. Agency Theory nel rapporto tra maggioranza e minoranza azionaria.

1.1 Rapporti Economici: La *negoziatura* tra maggioranza e minoranza azionaria in una prospettiva costi-benefici

1.1.1 L'Assemblea come luogo di ponderazione costi-benefici su un piano paritario tra soci

1.1.2 Società “chiuse” ma “aperte” al mercato

1.1.3 Un esempio della negoziazione tra maggioranza e minoranza azionaria: il diritto di recesso del socio

1.2 Rapporti Contrattuali: L'applicazione (e la violazione) delle regole di buona fede e correttezza nel rapporto tra maggioranza e minoranza azionaria

1.2.1 L'Abuso della maggioranza come violazione (anche) degli articoli 1175 e 1375 del codice civile

1.2.2 L'Abuso della minoranza e le differenze sul piano “contrattuale” con l'abuso della maggioranza.

CAPITOLO SECONDO

2. ABUSO DELLA MAGGIORANZA AZIONARIA

2.1 “Abuso di potere” e “abuso del diritto” della maggioranza azionaria

2.1.1 Ipotesi ricorrenti di abuso di potere della maggioranza azionaria nei confronti della minoranza

2.1.2 L'interesse della società: tra perseguimento dell'oggetto sociale e abuso di potere

2.1.3 L'Abuso del diritto della maggioranza azionaria: Cenni di diritto comparato

CAPITOLO TERZO

3. VERSO IL SUPERAMENTO DELL'ABUSO DI MAGGIORANZA IN UNA PROSPETTIVA GIURIDICO-ECONOMICA FINALIZZATA AL PERSEGUIMENTO DELL'INTERESSE SOCIALE

3.1 Contrapposizione di interessi: “Maggioranza vs Minoranza” e “Società vs Status Socii”

3.2 Un'analisi empirica: quando il pragmatismo del giurista supera l'immobilismo del legislatore

3.3 Azionariato polverizzato e *squeeze-out*

*3.3.1 Azionariato “polverizzato” e *squeeze-out* nelle società quotate*

*3.3.2 Azionariato “polverizzato” e *squeeze-out* nelle società non quotate. Il *de-listing**

3.4 Rimedi giuridici per risolvere la “polverizzazione” delle azioni nelle società non quotate

3.4.1 Raggruppamento di azioni

3.4.2 Azioni riscattabili

3.5 Eliminare i soci di minoranza senza abuso della maggioranza azionaria. Analisi di un case study.

3.5.1 [DA COMPLETARE] *analisi della delibera assembleare*

CONCLUSIONI

[•]

INTRODUZIONE

Questo lavoro ha come oggetto

[COMPLETARE]

Una Premessa. Agency Theory nel rapporto tra maggioranza e minoranza azionaria.

Il diritto societario svolge due funzioni principali: innanzitutto, stabilisce la struttura della società di capitali, oltre a prevedere le regole procedurali ausiliarie necessarie a sorreggere tale struttura; in secondo luogo, cerca di contenere i conflitti di interesse tra i vari *stakeholders*, inclusi quelli tra la maggioranza e la minoranza azionaria.

Questi conflitti presentano le caratteristiche di ciò che gli economisti definiscono “problemi di *agency*” o problemi “*principal-agent*”. Un problema di “*agency*”, nel senso più ampio del termine, sorge ogni qual volta il benessere di una parte, detta *principal*, dipende dagli atti posti in essere da un'altra parte, detta *agent*. Il problema sta nel motivare l'*agent* ad agire nell'interesse del *principal* piuttosto che soltanto nel proprio¹.

In particolare, in quasi tutti i rapporti contrattuali in cui una parte (*agent*) promette una prestazione ad un'altra (*principal*) può verificarsi un problema di *agency*. Il nodo principale è che, poiché l'*agent* generalmente possiede informazioni migliori del *principal* sui fatti rilevanti, il *principal* non può essere certo, salvo sostenere costi notevoli, che la prestazione dell'*agent* corrisponda precisamente a ciò che gli era stato promesso. Di conseguenza, l'*agent* ha un incentivo ad agire in modo opportunistico², lesinando sulla qualità della propria prestazione o anche appropriandosi di una parte di ciò che spetterebbe al *principal*.

Ciò significa che il valore della prestazione dell'*agent* per il *principal* si ridurrà sia in via diretta sia perché, al fine di accertare la qualità della prestazione, il *principal* dovrà intraprendere un costoso monitoraggio dell'*agent*. Quanto più elevata è la complessità degli impegni assunti dall'*agent* e quanto più estesa la discrezionalità che gli deve essere attribuita, tanto più è probabile che siano alti i

¹ KRAAKMAN, DAVIES, HANSMANN, HOPT e altri, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2009.

² WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, 1985, 47 e ss.

costi di *agency*³. Uno dei principali problemi di agency implica il conflitto tra i soci che posseggono la maggioranza delle azioni o che comunque controllano la società, da un lato, e i soci di minoranza o non di controllo, dall'altro. In questo caso, i proprietari-investitori non di controllo sono i *principal* mentre i soci di controllo sono gli *agent*; la difficoltà sta qui nell'assicurare che i primi non subiscano spoliazioni e/o abusi da parte dei secondi.

³ Si vedano ad esempio ROSS, *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problems*, 63, in *American Economic Review*, 134,1973; MILGROM e ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, 1992.

CAPITOLO PRIMO

1. I RAPPORTI TRA MAGGIORANZA E MINORANZA AZIONARIA

1.1 Rapporti Economici: La negoziazione tra maggioranza e minoranza azionaria in una prospettiva costi-benefici

1.1.1 L'Assemblea come luogo di ponderazione costi-benefici su un piano paritario tra soci

Il rapporto tra maggioranza e minoranza azionaria, oltre ai classici canoni di natura civilistica e societaria, s'incarna e deve essere analizzato anche attraverso una prospettiva di analisi economica del diritto.

Vi sono significati “economici” nei rapporti e negli interessi che coinvolgono la maggioranza e la minoranza azionaria, che non riguardano in alcun modo la personalità dei soggetti.

Le ragioni poste alla base di questo approccio debbono ricercarsi in termini di efficienza, e cioè, se si vuol dire, di riduzione dei costi individuali e sociali⁴. Talvolta infatti per analizzare correttamente una delibera assembleare, così come per qualsiasi altro atto posto in essere da una maggioranza (o da una minoranza) azionaria, non è sufficiente il richiamo alle norme codicistiche né alla recente giurisprudenza in materia ma bisogna analizzare l'atto in termini di costi-benefici nei confronti dell'interesse sociale.

In particolare, poi, è nelle società non quotate⁵ che si intendono precisare i motivi per cui obiettivi di efficienza e di riduzione di costi richiederebbero l'adozione di soluzioni volte a tutelare le minoranze.

⁴ È su questo piano che, come noto, la giurisprudenza esclude la legittimità di soluzioni statutarie intese a derogare al principio maggioritario, si veda sul punto ANGELICI, *Attività e organizzazione. Studio di diritto delle società*, Torino, 2007, 144 e ss.

⁵ Specifico oggetto di questo lavoro

Si tratta, in definitiva, di chiedersi perché e in che senso dovrebbero ritenersi inefficienti le due contrapposte soluzioni le quali da un lato permettessero un assetto statutario volto a richiedere sempre e costantemente l'unanimità dei consensi dei soci e dall'altro consentissero alla minoranza di affidare integralmente i propri interessi alla maggioranza, rinunciando in tal modo ad ogni forma di tutela esogena da parte dell'ordinamento⁶.

Il tema confluisce, così, in quello generalissimo e di viva attualità riguardante i rapporti del sistema societario tra autonomia privata e disciplina dell'ordinamento, specificatamente cioè le ragioni di una tutela delle minoranze in buona parte imperativa ed a priori indisponibile⁷. Con una particolarità però, per quanto direttamente qui interessa: che nelle società non quotate mancano, in certo modo per definizione, quelle ragioni di tutela del mercato finanziario e della sua efficienza che potrebbero giustificare – e per molti versi giustificano – interventi imperativi in tal senso; ma sembrano anche mancare, almeno a prima vista, evidenti giustificazioni per un atteggiamento “paternalistico” da parte dell'ordinamento.

Si osserva per esempio, con riferimento in particolare all'aspetto paternalistico appena citato, che non può essere immediata la praticabilità di giustificazioni del tipo di quelle addotte per la tutela del consumatore nei suoi rapporti contrattuali: ciò, se non altro, in quanto nel nostro caso la posizione delle parti del contratto si caratterizza su un piano di omogeneità sociale e funzionale; esse non presentano in effetti connotati tipologici differenziali che possano porre a priori un'esigenza

⁶ Il tema, a ben guardare tradizionale, viene ora modernamente descritto sottolineando il carattere “relazionale” del rapporto di società e l'esigenza quindi di tecniche per il suo “governo”; sottolineando inoltre che la scelta tra le possibili tecniche disponibili a tal fine pone essa stessa un problema di efficienza, il problema in particolare di una comparazione dei costi ad esse connessi (soprattutto quelli che vengono chiamati gli *agency costs*); si vedano, *ex multis*, MACNEIL, *The many futures of contracts*, in *Southern California Law Rev.*, 47, 1974, 691; SALANIE', *The economics of the business firm*, Cambridge, Mass.-London, 1997, 143 e ss; WILLIAMSON, *The mechanism of governance*, New York-Oxford, 1996, 171 e ss; DEMSETZ, *The economics of the business firm*, Cambridge, 1997, 23 e ss; JENSEN-MECKLING, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, 1980.

⁷ Il tema è ormai noto e dibattuto. Si vedano, *ex multis*, EASTERBROOK-FISCHEL, *The Economics structure of corporate law*, Cambridge, Mass.-London, 1991, 4, ed all'ampio dibattito in *Columbia Law Review.*, 89, 1989, CHEFFINS, *Company law: theory, structure and operation*, Oxford, 1997, 126 e ss; MACEY, *Corporate law and corporate governance: a contractual perspective*, in *Journal of Corporate Law*, 1993, 185.

di tutela⁸. Perciò del resto è opinione diffusa quella che esclude l'applicazione al contratto di società di disposizioni come l'art. 1341 c.c.

1.1.2 Società “chiuse” ma “aperte” al mercato

Queste riflessioni impongono una individuazione meno generica del loro contesto, e cioè delle “società non aperte al mercato”. Del resto, su un piano più generale, pare senza dubbio che l'assenza di un mercato delle partecipazioni sociali, se è in grado per molteplici profili di caratterizzare la posizione dei soci, non può invece escludere sotto altri aspetti l'eventualità di una rilevanza di interessi esterni al gruppo da essi costituito. In effetti, pur potendosi statisticamente rilevare una corrispondenza tra le dimensioni dell'impresa e il carattere “aperto” della società, resta logicamente possibile che rilevanti dimensioni imprenditoriali siano riferibili a società “chiuse”. Sicché pure per esse può divenire possibile almeno porsi un problema di tutela degli interessi riferiti agli *stakeholders*⁹: il che poi, ovviamente, è in grado di riflettersi sulla posizione stessa dei soci¹⁰.

Non vi è dubbio che qui l'analisi debba soprattutto volgersi al mercato delle partecipazioni, cioè al capitale di rischio. Per questo aspetto, per la sua presenza oppure per la sua assenza, sembra opportuno caratterizzarsi la distinzione tra

⁸ Non è riproponibile cioè nel nostro contesto la questione, per certi versi invece plausibile per le società che fanno appello al pubblico risparmi, se il socio (di minoranza) possa essere considerato un “consumatore” ai fini del godimento della relativa tutela; si veda in proposito BRADLEY, *Contracts, trust and companies*, in *Corporate Control and Accountability*, Oxford, 1993. Da un lato, infatti, non è necessariamente determinabile in via preventiva una posizione di maggioranza e di minoranza; dall'altro, e soprattutto, la funzione del contratto di società appare per tutti i partecipanti omogenea e rispetto ad essi non è dato distinguere tra una finalità di profitto ed un'altra volta alla soddisfazione dei bisogni della vita.

⁹ Il problema cioè se e quali interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci assumono rilievo nel definire la funzione degli istituti societari: si vedano tutti i saggi raccolti nel volume *The Corporation and its Stakeholders*, ed. by CLARKSON, Toronto, 1998; si confronti anche, individuando il tema nella dottrina statunitense, WEINER, *The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of the Corporation*, in *Columbia Law rev.*, 64, 1964, 1458. Discutendo recentemente su questi argomenti si vedano, ex multis, anche MILLON, *Communitarians, Contractarians and the Crisis in Corporate Law*, in *Washington & Lee Law Rev.*, 50, 1993, 1373; MACEY, *Externalities, Firm-Specific Capital Investments and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes*, in *Duke Law Journal*, 1989, 173.

¹⁰ Si pensi qui al rapporto di *agency* tra la società stessa (in particolare i soci) e le altre parti con cui la prima contratta, come lavoratori, creditori e consumatori. Queste categorie rappresentano alcuni degli *stakeholders* – ovvero portatori di interessi diffusi – coinvolti nelle dinamiche di *corporate governance*. Si veda in proposito KRAAKMAN, DAVIES, HANSMANN, HOPT e altri, *supra cit*, pag. 30.

società “*aperta*” e società “*chiusa*”, e sembrano caratterizzarsi le esigenze di tutela dei soci e delle minoranze: in particolare poiché nel caso della società “*chiusa*” non sarebbero disponibili per essi gli incentivi forniti dal mercato stesso nella direzione di un allineamento dei comportamenti di chi controlla la società ai loro interessi, ne deriverebbe quindi una particolare rilevanza per quelli che sopra abbiamo definito come *agency costs*¹¹.

Se si superano infatti le generiche e spesso superficiali considerazioni in tema di società “*aperte*” e “*chiuse*”, diviene allora possibile constatare che quella caratteristica della “assenza di mercato” non può (e non deve) essere intesa in termini assoluti, ma *relativi*: nel senso che la società “*chiusa*” si definisce non per la mancanza di negoziazioni aventi per oggetto i diritti di partecipazione, bensì in quanto *tali negoziazioni possono concretamente svolgersi nella realtà data esclusivamente all’interno del gruppo dei soci*, senza un immediato rapporto con il mercato finanziario generale. Una società, quindi, anche se “*chiusa*” al mercato esterno, rimane altresì “*aperta*” nel suo mercato interno ed endo-societario.

Da una diversa prospettiva di analisi, sempre a conferma di quanto appena enunciato, basta pensare alla realtà imprenditoriale della società, al carattere “relazionale” del rapporto societario, il quale impone necessariamente un processo di continua negoziazione dei suoi comportamenti e delle posizioni giuridiche che vi si puntualizzano; nel caso della società “*aperta*”, tale negoziazione può avvalersi anche degli strumenti derivanti dalla partecipazione al mercato finanziario; nel caso invece della società “*chiusa*”, tale possibilità risulta concretamente preclusa e l’ambito quindi entro il quale la negoziazione può svolgersi tende sostanzialmente a coincidere con il gruppo dei soci.

¹¹ Ci si riferisce qui ovviamente alla diffusa opinione secondo cui il mercato è in grado di rappresentare un incentivo sufficiente, rendendo perciò in buona parte superflua la necessità di norme imperative, per l’elaborazione e adozione spontanea di regole funzionali alla riduzione di tali costi. Si veda, per tutti, dal punto di vista economico e giuridico, l’ottimo lavoro di FAMA, *Agency Problems*, in *Chicago Law Journal*, 1980.

Ne scaturisce allora una situazione la quale, evocando note prospettive, potrebbe definirsi *ideosincratica*¹². Ma risulta soprattutto che tale attività di negoziazione, poiché in concreto circoscritta ai soci, si risolve in una serie di posizioni monopolistiche e tende quindi ad indurre a comportamenti opportunistici¹³.

Queste considerazioni consentono di intravedere un aspetto rilevante su quel piano di efficienza cui si intende orientare il discorso: che cioè le caratteristiche di questo “mercato”, se non altro in termini di ristrettezza dei suoi protagonisti e di loro posizioni reciproche, pongono specifici problemi di funzionalità; problemi in considerazione dei quali l’allocazione delle posizioni giuridiche da parte dell’ordinamento non può essere intesa su un piano di neutralità per i costi individuali e sociali connessi all’operazione.

In sostanza, la costituzione della società “chiusa” determina nei rapporti tra i soci posizioni di reciproco monopolio con una duplice e contraddittoria conseguenza. Da un lato, poiché l’attività della società esige poi una continua negoziazione tra essi, crea un “mercato” cui i soci soltanto fondamentalmente partecipano; dall’altro impedisce che tra i parametri e gli strumenti a questo fine utilizzabili possa annoverarsi anche il ricorso al mercato generale. Il concetto di “mercato” viene quindi così ora a dilatarsi, rispetto al suo utilizzo anche nelle società chiuse, ora a restringersi, poiché precluso all’utilizzo della finanza e della borsa.

Forse allora non è del tutto azzardato e stravagante chiedersi se l’attribuzione di “diritti” ai soci non svolga proprio una funzione intesa ad agevolare la funzionalità di siffatto – certamente peculiare – “mercato”: un “mercato” il quale potrebbe risultare inefficiente senza specifici correttivi¹⁴.

¹² Il riferimento è alla terminologia proposta da WILLIAMSON, *L’organizzazione economica*, trad. it, Bologna, 1986, 143 e ss.

¹³ Il riferimento è qui a POSNER, *Economic Analysis of Law*, 2014, 466; si potrebbe in un certo modo dire che nella situazione descritta parrebbero non sussistenti le condizioni per affidarsi al *Teorema di Coase* e ci si dovrebbe invece riferire al contrapposto *Teorema di Hobbes*: in termini generali COOTER, *The Cost of Coase*, in *Journal of Legal Studies*, 11, 1982, 1 e ss.

¹⁴ L’ipotesi da cui ci si muove è, per certi versi, convergente con il cd *property rights approach*: si veda per tutti DEALESSI, *Development of the Property Rights Approach*, 1990, in *The New Institutional Economics*, 1991; si veda anche BARZEL, *Economic Analysis of Property Rights*, Cambridge, 1997.

L'ipotesi dalla quale partire è perciò che l'attribuzione di posizioni giuridiche ai soci, e quindi alla minoranza, possa essere inteso come lo strumento giuridico in grado di consentire la loro successiva negoziazione, in un certo senso anche potendola imporre alla maggioranza, e rendendo in tal modo concretamente operante quel "mercato" che altrimenti risulterebbe dominato da comportamenti opportunistici.

Questa prospettiva potrebbe trarre conforto da alcune agevoli constatazioni sia di carattere empirico sia relative alle modalità tecniche consuete per l'utilizzo di tali interventi dell'ordinamento giuridico. Si pensi, per il primo aspetto, al diffuso rilievo che molti tra i rimedi per la tutela delle minoranze svolgono in concreto il ruolo di un *bargaining chip*. E si pensi, con riferimento al secondo, alla circostanza che l'attribuzione delle posizioni giuridiche in discorso avviene mediante norme indisponibili in via preventiva, in sede cioè di conclusione del contratto sociale, ma disponibili invece in via successiva¹⁵.

Gli angoli di visuale utilizzabili per analizzare correttamente la questione sono molteplici. Per quanto qui interessa è forse possibile affidarsi all'approccio più tradizionale e consueto: quello cioè che trae origine dalla constatazione che le posizioni giuridiche in discussione, in quanto funzionali alla tutela delle minoranze (ed in realtà, più ampiamente, alla tutela reciproca dei soci), sono suscettibili di essere costruite da un lato (i) come attribuzione di situazioni giuridiche soggettive in senso tecnico, dall'altro (ii) come individuazione di parametri per giudicare il modo in cui i soci, ed in primo luogo ovviamente la maggioranza, esercitano i loro "poteri" nella società.

Queste due prospettive, se per un verso hanno storicamente assunto un significato soprattutto nell'opera di concettualizzazione dell'interprete, esprimendone fondamentalmente l'ideologia¹⁶, per un altro verso sono state in grado di assumere

¹⁵ Basta pensare che la "tutela delle minoranze" nei confronti di decisioni maggioritarie pregiudizievoli è fondamentalmente ricercata mediante strumenti i quali, tramite per esempio l'art. 2377 c.c., si risolvono in termini di annullabilità della decisione oppure riconoscendo una pretesa, che quindi può essere fatta valere, risarcitoria.

¹⁶ Nota è infatti la tendenza, di cui è evidente la portata soprattutto ideologica, che si orientava nel senso di "tradurre" fondamentalmente tutte le norme di tutela come attribuzione di diritti soggettivi ai soci; si

una loro specifica portata tecnica: la possibilità per il socio di reagire nei confronti di comportamenti “abusivi” degli altri soci oppure la possibilità di incidere direttamente e autonomamente sull’assetto di interessi societari.

In particolare, per il primo aspetto di natura concettuale, si ricorda il riconoscimento del potere di proporre azioni invalidanti oppure risarcitorie; riguardo al secondo aspetto di natura tecnica, si pensi al diritto di recesso o a strumenti del tipo di quello previsto dall’art. 2409 c.c. In entrambi i casi la stessa realtà pratica dimostra trattarsi di soluzioni che concretamente si risolvono in un’occasione di negoziazione tra i soci¹⁷: si potrebbe dire, sono la base tecnica in grado di rendere possibile tale negoziazione e quindi una sorta di incentivo in tal senso. Proprio del diritto di recesso del socio andremo ad accennare nel paragrafo seguente.

1.1.3 Un esempio della negoziazione tra maggioranza e minoranza azionaria: il diritto di recesso del socio

I modelli sopra descritti, generici e di significato spesso classificatorio, acquistano valore solo se coerenti con lo specifico contesto nel quale operano: coerenti cioè sia alle caratteristiche del concreto assetto societario in questione sia al singolo interesse implicato.

Si pensi, come esempio, al problema inerente il diritto di recesso del socio. Esso, infatti, direttamente si caratterizza e si muove su quel piano della “negoziazione tra i soci” utilizzato come criterio di analisi in questo elaborato. Ciò che si intende qui dire è che gli esiti dell’esercizio di questo diritto rappresentano uno dei più frequenti risultati dell’attività di negoziazione: nel senso cioè che spesso l’esercizio o meno di questo diritto si conclude di fatto, qualora il conflitto tra i

vedano al riguardo le analisi di BERTINI, *Contributo allo studio delle situazioni giuridiche degli azionisti*, Milano, 1951; BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell’azionista*, Napoli, 1960.

¹⁷ Soprattutto la giurisprudenza tedesca ha riconosciuto un “abuso” nell’impugnativa di deliberazioni assembleari dove sia riconoscibile l’intento di ricavare vantaggi in sede di negoziazione con la società e/o la maggioranza. Si veda, *ex multis*, *Bundesgerichtshof*, 29 marzo 1993, in *Aktiengesellschaft*, 1993.

soci non venga composto mediante la definizione di un nuovo equilibrio, con un'operazione di disinvestimento dell'una o dell'altra parte.

In questo senso il diritto di recesso appare allora come una ponderazione di interessi, un calcolo costi-benefici che deve essere effettuato sia dalla maggioranza che dalla minoranza azionaria.

Al di là di singoli aspetti tecnici, merita qui di essere evidenziato il tipo di calcolo economico che la previsione del diritto di recesso impone alle parti e quindi il tipo di "ambiente" che esso crea per le loro reciproche negoziazioni.

Dal punto di vista della minoranza, la valutazione si riduce all'esigenza di confrontare i costi connessi con l'operazione di disinvestimento che si realizza con il recesso e quelli che nella valutazione della minoranza stessa deriverebbero dalla decisione sociale nei cui confronti ha espresso il proprio dissenso. Il problema è perciò soltanto quello di evitare, ovviamente fin dove possibile, che i primi siano artificialmente accresciuti a seguito dei modi in cui viene compiuta la liquidazione della quota¹⁸.

Più articolata è la prospettiva che può riferirsi alla maggioranza. Per essa l'ipotesi dell'esercizio del diritto di recesso da parte della minoranza si traduce economicamente nell'ipotesi di una sottrazione di valori patrimoniali all'impresa sociale e quindi, almeno potenzialmente, di una riduzione della sua efficienza. Sono questi costi, pertanto, che richiedono di essere confrontati con i benefici che ci si ripromette di ottenere mediante l'operazione suscettibile di rendere attuale il diritto di recesso della minoranza. Questo confronto richiede di essere svolto sia sul piano preventivo che su quello successivo. Per il primo aspetto, infatti, la scelta della maggioranza dovrà essere orientata nel senso di verificare il grado di probabilità che il diritto di recesso venga effettivamente esercitato e quindi attualizzarne i costi comparandoli con i benefici attesi della decisione che ci si ripromette di assumere: un momento il quale, evidentemente, può richiedere ed in effetti normalmente richiede quell'attività di negoziazione tra maggioranza e

¹⁸ GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, VI, 1, Torino, 1993, 133 e ss.

minoranza di cui si cerca di discorrere in questo paragrafo. Per il secondo aspetto, quando il diritto di recesso è stato concretamente esercitato, il problema della maggioranza è quello conseguente alla ridotta patrimonializzazione della società e si risolve nell'alternativa se ad essa adattarsi, allora ritenendola non in grado di pregiudicarne la funzionalità, oppure intervenire con propri mezzi al fine di ricostituire il livello di patrimonializzazione ritenuto necessario: l'alternativa, in definitiva, se lasciare a carico della società i costi del recesso oppure assumerseli in proprio.

Questi rilievi, da un punto di vista di analisi economica del diritto, sono già in grado di evidenziare come la previsione di un diritto di recesso implichi scelte di convenienza economica non solo a chi intende esercitarlo, ma anche, ed in un certo senso prima ancora, alla maggioranza: scelte le quali possono indurla ad una negoziazione con la minoranza e che, a ben guardare, si risolvono in problemi per molti aspetti omogenei a quelli che secondo molti paiono caratterizzanti le società “aperte”.

1.2 Rapporti Sociali e Contrattuali: L'applicazione delle regole di buona fede e correttezza nel rapporto tra maggioranza e minoranza azionaria

1.2.1 L'Abuso della maggioranza come violazione (anche) degli articoli 1175 e 1375 del codice civile

Il diritto societario conosce da tempo l'istituto dell' "abuso" come criterio per valutare la legittimità di comportamenti endosocietari e soprattutto delle delibere assembleari.

L'abuso è frequentemente riferito, infatti, sia in dottrina che in giurisprudenza, al comportamento tenuto dalla maggioranza, in particolare quando risulti approvata una delibera che, pur non essendo in contrasto diretto con un precetto di legge, appaia ciò nonostante determinata dall'intento di pregiudicare la minoranza. La delibera è ritenuta invalida perché presa in violazione delle regole di cui agli articoli 1175 e 1375 c.c. o perché viziata (secondo l'impostazione talvolta preferita dalla giurisprudenza) da un "eccesso di potere" della stessa maggioranza. Questa prima osservazione consente di sviluppare due ulteriori riflessioni. Da un lato, l'abuso della maggioranza ha sino ad ora operato pressoché esclusivamente sul piano dei comportamenti tenuti in assemblea, dall'altro, l'istituto in esame rileva nei rapporti fra i soci, piuttosto che in quelli tra i soci e la società.

Sotto il primo aspetto, allora, può dirsi che l'accertamento dell'avvenuto abuso della maggioranza si riflette, inficiandola, sulla validità della delibera, deducendosi la "non conformità alla legge" della stessa (art. 2377, comma 1, c.c.) proprio dall'esservi stati (e dall'essere stati determinanti) comportamenti in contrasto con le regole di buona fede e di correttezza¹⁹; sotto il secondo aspetto,

¹⁹ Il punto deve naturalmente correlarsi con la regola della legittimazione all'impugnativa delle delibere "non conformi" alla legge o all'atto costitutivo (art. 2377, comma 2, c.c.) e con la verifica dell'interesse di cui è portatore il socio che impugna. In tal senso è significativa la conclusione di un'autorevole e recente dottrina per cui "è coerente con la disciplina della legittimazione ad impugnare una nozione di non conformità alla legge o all'atto costitutivo incentrata sulla violazione di quelle norme che disciplinano la delibera come atto non già di autonomia, ma di eteronomia, condizionando, in particolare, l'operatività del principio di maggioranza. Così ZANARONE, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, 247; con

l'interesse sociale, sempre di assai problematica individuazione, rileva nella fattispecie solo, per così dire, come limite esterno, nel senso che l'abuso della maggioranza a danno della minoranza può dirsi senz'altro escluso solo quando la delibera assunta, benché pregiudizievole alla minoranza, rappresenti l'unico mezzo per perseguire un (irrinunciabile) interesse sociale²⁰. Sicché, la vicenda solo marginalmente richiede all'interprete di individuare ed apprezzare (in generale ed in concreto) l'interesse sociale, spostandosi invece l'esame essenzialmente e preventivamente sul fatto se alcuni soci (la maggioranza) si siano o meno comportati correttamente nei confronti di altri (la minoranza).

Si ritiene allora che l'applicabilità degli artt. 1175 e 1375 c.c. ai rapporti tra i soci non debba suscitare perplessità, non solo perché l'esistenza della persona giuridica non impedisce, secondo l'orientamento ormai condiviso anche dalla Suprema Corte, di ravvisare altresì l'esecuzione del contratto nel flusso continuo dei rapporti endosocietari e non è di ostacolo dunque all'applicazione della relativa disciplina, ma anche perché gli artt. 1175 e 1375 c.c. appaiono precetti tanto generali da prestarsi a regolare ogni rapporto intersoggettivo, quale che ne sia la fonte. D'altra parte, la violazione nella specie delle regole di comportamento imposte in generale può trarsi agevolmente e direttamente dalle stesse caratteristiche della vicenda che è alla base del ricorso all'abuso quale vizio delle delibere societarie, una vicenda caratterizzata infatti dalla presenza di una delibera che, per non essere utile o per non essere indispensabile al perseguimento dell'interesse sociale, appare allora voluta al solo o prevalente fine di danneggiare altri soci.

Questo dato integra di sicuro la violazione dei precetti di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c., perché può ritenersi senza dubbio non corretto, in linea generale, sia il comportamento di chi agisce al solo fine di danneggiare un altro soggetto, sia

impostazione parzialmente differente invece FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari*, 125.

²⁰ Al contrario, quando la delibera non realizzi l'interesse sociale, nel senso che sia neutra rispetto ad esso, non per questo può dirsi sicuro l'abuso della maggioranza a danno della minoranza. Al socio, infatti, non è inibito di esercitare il voto nel proprio interesse, ma si tratta di verificare, in tal caso, se è stato osservato, nella fattispecie concreta, il limite entro il quale è legittimo perseguire il proprio interesse a danno di quello del *partner* contrattuale.

quello di chi, non facendosi carico della posizione e delle esigenze di coloro con cui entra in contatto determina una sproporzione fra il vantaggio che procura a sé ed il pregiudizio che, a causa dello stesso fatto, arreca ad altri.

L'abuso di maggioranza si è posto dunque come elemento moralizzante dei rapporti endosocietari, mostrando così di affondare le proprie radici nella mai sopita tematica dell'abuso di diritto, e comunque come mezzo idoneo a evitare che le regole di funzionamento endosocietario, a causa principalmente del principio di maggioranza, possano tradursi in strumenti di sopraffazione di alcuni soci in danno di altri, al di là della funzione, che è loro propria, di assicurare l'efficienza dell'organizzazione e, per questa via, il conseguimento del profitto d'impresa.

1.2.2 L'abuso della minoranza e le differenze sul piano "contrattuale" con l'abuso della maggioranza.

Proprio perché la categoria dell'abuso ha "contribuito", nel diritto societario, all'utilizzazione corretta delle regole di funzionamento delle società, non ne appare giustificata la sua limitazione ai soli comportamenti della maggioranza. Ciò che si intende sostenere è che quelle regole, che si prestano prevalentemente agli abusi della maggioranza, possono talvolta prestarsi ad abusi anche di soci che pur non sono in grado, da soli o anche in gruppo, di imporre la propria volontà in assemblea, di determinare il contenuto di una delibera della società: non sono in grado, in estrema sintesi, di fungere da maggioranza²¹. Si può senz'altro notare che il rischio di un abuso di soci in posizione di minoranza, che in verità la pratica conosce e teme, cresce proporzionalmente al crescere della tutela (legislativa e giurisprudenziale) delle stesse minoranze, alla frequenza e al livello della utilizzazione delle norme a tal fine dettate.

Più in dettaglio, vi sono due osservazioni, una empirica, l'altra teorica, che sono al fondo di un'indagine sull'abuso di minoranza. Da un lato, il dato concreto:

²¹ Si richiama qui l'ottimo lavoro di NUZZO, *L'Abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, 2003.

possono senz'altro ravvisarsi comportamenti di soci (che non sono la maggioranza), consentiti dai meccanismi di funzionamento delle regole organizzative societarie, che appaiono ispirati esclusivamente da intenti egoistici e che danneggiano gli altri soci senza rispettare – ed anzi spesso contraddicendo – l'interesse sociale. E nasce allora l'esigenza di domandarsi se e come questi abusi possano essere in qualche modo sanzionati, benchè non provengano da chi dispone della maggioranza assembleare. dall'altro, se l'abuso è categoria che opera nei rapporti fra i soci, non sembra esservi ragione, dal punto di vista teorico, per limitarne lo studio e la repressione ai soli casi in cui il comportamento abusivo provenga da chi gode di un maggior potere societario interno²². Non è infatti il quantum di potere di cui dispone il soggetto agente che determina la non meritevolezza dei comportamenti, ma lo stato psicologico di chi agisce, la finalità cui mira, i risultati che determina oggettivamente quando esercita il potere di cui dispone, grande o piccolo che sia. Se un socio di minoranza, nell'esercizio in concreto di un potere endosocietario consentitogli in astratto dalla legge, procura danno agli altri soci – direttamente o tramite un danno alla società – senza ottenerne un vantaggio oppure ottenendone uno sproporzionato rispetto al danno procurato, il suo comportamento merita, quanto meno, un'indagine concreta in termini di abuso.

Più in concreto, l'abuso della maggioranza si realizza in sostanza nell'imporre le delibere assembleari, nella possibilità di far coincidere la propria volontà, ancorché prevaricatrice e abusiva, con la volontà della “società”. Ciò che viene prima della delibera (la convocazione, la scelta del presidente dell'assemblea, etc) perde di rilievo dinanzi alla vicenda, la delibera appunto, idonea in sé a produrre il risultato voluto (e potenzialmente abusivo); ciò che viene dopo la delibera (ad esempio la nomina di un certo amministratore, il raggruppamento delle azioni, la determinazione di un valore nominale più elevato, etc.) o ne è una mera conseguenza, eliminabile con l'annullamento della delibera, oppure è autonomamente sanzionabile con apposite regole endosocietarie, più o meno

²² In questi termini MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma*, in *Giur. comm.*, 1998, 485.

agevolmente azionabili, ma in ogni caso operanti al di fuori e a prescindere dall'abuso.

L'abuso della maggioranza, pertanto, è sostanzialmente il problema di come eliminare una manifestazione di volontà della società – una delibera – causa ed effetto di una scorrettezza fra i soci, in violazione di quegli obblighi di buona fede e correttezza posti alla base del contratto sociale.

Al contrario la minoranza, per definizione, non dispone di quel potere, non è cioè in grado di far coincidere volontà sociale e volontà propria. Ciò non toglie che in qualche occasione, grazie alla complicità di alcune norme, magari proprio quelle che dovrebbero garantire la correttezza della delibera, la coincidenza possa realizzarsi e diventare, altresì, abusiva.

CAPITOLO SECONDO

2. ABUSO DELLA MAGGIORANZA (E DELLA MINORANZA) AZIONARIA

2.1 “Abuso di potere” e “abuso del diritto” della maggioranza azionaria

2.1.1 Ipotesi ricorrenti di “abuso di potere” della maggioranza azionaria nei confronti della minoranza

L’esperienza mostra di frequente casi nei quali l’esercizio del potere ad opera della maggioranza è avvertito come ingiusto, esorbitante rispetto al limite interno del principio maggioritario, limite nel quale convenzionalmente dovrebbe muoversi²³. La questione riguardo all’anomalia nell’uso del potere da parte della maggioranza si è posta essenzialmente con riguardo a deliberazioni assembleari aventi ad oggetto (i) operazioni sul capitale o (ii) scioglimento anticipato del rapporto sociale²⁴.

Quanto alle operazioni sul capitale, le ipotesi ricorrono principalmente in relazione a casi di aumento del capitale sociale, nei confronti dei quali sorgono due tipi di problemi: da un lato, l’aumento è deliberato ai soli fini di sopraffazione, per “diluire” la minoranza, tant’è che l’aumento appare inutile, oppure semplicemente esagerato rispetto alle esigenze strutturali della società ovvero addirittura falso (magari sotto forma di deficit patrimoniale o gestionale in realtà insussistente); infine, ulteriore caso potrebbe essere quello di un aumento deciso con modalità penalizzanti (per gli altri soci) rispetto ad alternative parimenti possibili.

Dunque, in questo caso, l’aumento di capitale viene impugnato dai soci dissenzienti, essenzialmente in quanto lesivo dei propri interessi e non necessario

²³ CERRAI-MAZZONI, *La tutela del socio e della minoranza*, in *Riv. soc.*, 1993, 1.

²⁴ ANGELICI, *Scioglimento anticipato di società e buona fede contrattuale*, in *Scritti in onore di Giuseppe Guarino*, vol.I, Padova, 1998, 110 s.

alla società, almeno nelle forme con le quali è deliberato; l'impugnazione, poi, è sistematicamente “accompagnata” da indicazioni sull'intento predatorio della maggioranza, che tramite l'aumento di capitale intenderebbe profittare di una specifica impossibilità del socio dissenziente di partecipare all'operazione sul capitale e dunque di conservare impregiudicate proprie prerogative sociali e/o diritti patrimoniali.

Quanto alla seconda ipotesi, quella riguardante le decisioni di scioglimento anticipato della società, le ricorrenti contestazioni della minoranza dissenziente riguardano essenzialmente il supposto intento della maggioranza di escludere la minoranza medesima dall'impresa, che la maggioranza, dopo lo scioglimento, riserverebbe di intraprendere altrimenti, con una nuova compagine sociale; detto intento prevaricatore della maggioranza risulterebbe dal fatto che non vi sarebbe alcun motivo razionale per cessare l'attività sociale, dato che la stessa è florida e redditizia.

Se questi sono i casi più ricorrenti nei quali – anzitutto secondo l'esperienza giurisprudenziale – è contestato alla maggioranza un “abuso” nell'esercizio del diritto di voto, ciò non di meno in diverse altre ipotesi si possono riconoscere gli estremi di una condotta che manifesta oppressione a danno della minoranza.

Fra gli altri, emergono specificatamente i casi di (iii) sistematica tesorizzazione dell'utile, di (iv) raggruppamento di azioni e di (v) modificazione delle clausole statutarie relative alla circolazione del capitale sociale.

Si tratta di vicende particolarmente interessanti poiché comune ad esse è appunto un uso forte del potere della maggioranza, l'incidenza su diritti e prerogative centrali per i soci dissenzienti e il senso di ingiustizia che ingenera in questi ultimi, che effettivamente non riescono a riconoscervi una ragionevole espressione dell'equilibrio normalmente inteso attraverso il principio di maggioranza.

Tuttavia, le vicende stesse evidenziano significative diversità: la sistematica tesorizzazione dell'utile ad opera della maggioranza attiene agli interessi alla base

del rapporto sociale e sembra chiara espressione dell'ingiustizia conseguente all'utilizzazione del potere in senso non coerente alla finalità per cui lo stesso è stato attribuito; eppure, per questo, sembrerebbe proprio imporre la definizione del limite entro il quale il potere, certamente spettante alla maggioranza, può essere esercitato, evocando cioè una delle classiche problematiche attorno a cui si dibatte il tema generale dell'abuso del diritto.

Le altre vicende attengono più propriamente ad una diversa questione, ossia la questione "se" rientri o meno nel potere della maggioranza far sì che (in conseguenza di un'operazione di raggruppamento di azioni) alcuno resti privato della qualità di socio o che (mediante eliminazione della clausola di prelazione o di gradimento) siano cancellati diritti caratterizzanti la partecipazione del socio, e finiscono per ciò con evocare temi quali quello della parità di trattamento tra i soci o dell'esistenza o estensione di diritti dei soci indisponibili per la maggioranza.

In sintesi, se in tutti i casi sopra indicati la condotta della maggioranza sembra comunque caratterizzata verso gli altri soci da prevaricazione e intento di approfittamento, non tutti detti casi sono da ricomprendere nella problematica che se ne occupa, ossia l'abuso del potere esercitato dalla maggioranza all'interno delle regole che detto potere presso di essa fondano; ne rimangono in effetti esclusi i casi che vedono il potere della maggioranza oltrepassare i limiti in diversa sede tracciati dal legislatore.

2.1.2 L'interesse della società: tra perseguimento dell'oggetto sociale e abuso di potere

La diffidenza²⁵ che circondava un tempo l'eccesso di potere quale vizio delle deliberazioni assembleari pare oramai venuto meno²⁶. L'istituto appartiene al

²⁵ Su tutti si veda SCIALOJA, *Il "non uso" è "abuso" del diritto soggettivo?*, in *Foro it.* I, 1961, 256.

²⁶ Sebbene attraverso ricostruzioni anche molto distanti, la configurabilità dell'eccesso di potere quale vizio invalidante la deliberazione assembleare è da tempo affermata in dottrina. Per limitare questi riferimenti a studi monografici, si veda MAISANO, *L'eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di società per azioni*, Milano, 1968, 78, per la ritenuta sussistenza di un obbligo di collaborazione dei soci attorno ad uno scopo comune; GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987, 303,

diritto vivente²⁷, e nella prassi delle impugnazioni l'eccesso di potere costituisce pressoché ormai immancabile, sebbene residuale, motivo di contestazione delle deliberazioni assembleari. Non possono tuttavia dirsi ancora superate le ragioni che quella diffidenza motivavano, ragioni che si opponevano all'utilizzo di uno strumento che, non ancorato a precisi parametri normativi, avrebbe rischiato di aprire a una forma di giustizia del caso concreto²⁸ nonché, nelle ipotesi più temute, a un sindacato sull'opportunità della decisione o, ma non si tratta di un problema diverso, alla funzionalizzazione del diritto di voto²⁹.

Alle ragioni di diffidenza che l'istituto già di porta in dote – sia di natura amministrativa (*eccesso di potere*) che squisitamente civilistica (*l'abuso del diritto*) – altre ne aggiunge l'ambiente societario nel quale lo si vuole far operare³⁰. L'applicazione dell'eccesso di potere richiede di prendere posizione sulla natura della società, sul significato dell'interesse sociale, sul rapporto tra i soci e la società e sul rapporto, caso mai esistente, tra i soci. Non a caso il precedente di legittimità più importante in materia rimane il pronunciamento del

per l'applicabilità al sistema del diritto societario del generale principio di correttezza secondo una tecnica operativa analoga a quella di cui all'art. 2373, c.c.; CASSOTTANA, *L'Abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano, 1990, 55, per l'applicabilità al fenomeno dell'abuso di potere dell'art. 2373 c.c. quale specifica espressione nel diritto societario delle più generali clausole di buona fede e correttezza. Per l'applicabilità sia pure con distinguo circa le concrete modalità operative, della buona fede alla vicenda assembleare, ritenuta fase esecutiva del contratto sociale si veda PREITE, *"L'Abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992, 150; NUZZO, *L'Abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, 2003, 152.

²⁷ Di recente in giurisprudenza, si vedano *ex multis* Cass., 17 febbraio 2012, n.2334, in *Riv. not.*, 2012, II, 448; Cass., 20 gennaio 2011, n.1361, in *Foro it.*, I, 2794.

²⁸ DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Tornio, 1938, 223; FRE', *Società per azioni*, Art. 2325-2461, in *Commentario Scialoja-Branca*, 1956, 328.

²⁹ DE GREGORIO, *Impugnativa di deliberazioni di società per azioni contrarie all'interesse sociale*, in *Dir. comm.*, 1951, II, 223; più di recente DI SABATO, *Il principio di correttezza nei rapporti societari*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA e G.B. PORTALE; vol.1, Torino, 2006, 134, nota 2.

³⁰ Si vedano, tra gli altri, MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 434; SCHERMI, *Causa illecita e motivo illecito nelle deliberazioni delle assemblee di società di capitali*, in *Giust. civ.*, 1961, I, 888; DETTI, *Elemento soggettivo delle deliberazioni assembleari delle società per azioni e scopo predatorio della maggioranza*, in *Giust. Civ.*, 1962, 292; RESCIGNO, *L'Abuso del diritto*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, I, 236; JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1974, 194 e ss, OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 646, per la configurazione dell'abuso come violazione della proporzione reciproca della partecipazione ai vantaggi e ai sacrifici contrattuali.

1995 della prima sezione della Suprema Corte di Cassazione³¹ che appunto, a una certa idea di società per azioni, di interesse sociale e di rapporto fra i soci salda la configurabilità dell'eccesso di potere.

Non si può del resto affermare che l'eccesso di potere sia espressione della buona fede nell'esecuzione del contratto sociale se non appunto assumendo che vi sia un persistente rapporto contrattuale tra i soci e che gli stessi (collettivamente considerati) siano portatori dell'interesse sociale. Ove l'interesse sociale fosse espressione di istanze diverse da quelle di cui i soci sono portatori, l'eccesso di potere dovrebbe essere configurato non come un problema di esecuzione del contratto sociale secondo buona fede, bensì come un problema di conformità della deliberazione all'interesse dell'istituzione societaria (perseguito, non più espresso, dall'assemblea). E non a caso quel medesimo precedente non solo non si è dimostrato particolarmente prolifico, ma è stato anche contraddetto da successiva giurisprudenza di merito.

Il problema preliminare che l'istituto dell'eccesso di potere impone di risolvere è, come detto, *se l'assemblea esprima o vada piuttosto alla ricerca dell'interesse sociale*³². Potrebbe quindi ritenersi che preliminare sia il problema stesso dell'interesse sociale, il problema cioè della sua nozione e dell'ammissibilità del suo porsi come fattispecie. Tra l'altro non sembra si tratti di problemi distinti: se da un lato l'assemblea costituisce meccanismo di *ricerca dell'interesse sociale*, questo necessariamente preesiste e si propone come contenuto di volta in volta identificabile (una fattispecie); se, dall'altra parte, l'assemblea costituisce meccanismo di *espressione dell'interesse sociale*, necessariamente questo non preesiste e non si propone come contenuto, bensì come modo d'essere della regola di maggioranza, per la quale una decisione assunta da una maggioranza scevra da conflitti di interessi vincola gli assenti e i dissenzienti. In questa seconda ipotesi

³¹ Cass., 26 ottobre 1995, n. 11151 in *Giur. comm.*, 1996, 2, 329, con nota di JAEGER, ANGELICI, GAMBINO.

³² Problema, come noto, nient'affatto recente. Sotto la vigenza dell'art. 161 cod. comm., si sosteneva, da una parte, che il *"diritto di voto non viene concesso all'azionista nel suo interesse particolare ed egoistico, ma invece nell'interesse generale della società; il socio che vota, vota quale organo sociale, esercita una funzione sociale e può perseguire il suo interesse solo in via mediata attraverso quello della società"*.

l'interesse sociale diviene il nome di una disciplina³³, innanzitutto quella di cui all'art. 2373 c.c.

Il tenore letterale dell'art. 2373, 1 comma, c.c. – nel quale non solo è evocato un conflitto, espunto invece dall'art. 2391 c.c.³⁴, ma esso è plasticamente figurato tra l'interesse di un socio e quello di cui sarebbe portatrice la società – sembra assumere come preesistenti due interessi da porre a confronto, e quindi incoraggia la ricerca dell'interesse sociale come contenuto.

Tuttavia, se si vuole mantenere una libera iniziativa economica privata anche quando l'attività d'impresa abbia assunto la forma della società per azioni, è allora necessario lasciare comunque che ciascun socio esprima liberamente il proprio voto, secondo ciò che gli appare più conveniente per la valorizzazione della sua partecipazione e del suo investimento. Proprio a questo fine deve rinunciarsi alla possibilità di individuare un interesse sociale in termini di contenuto, cui il voto del socio debba conformarsi o che costituisca (come pure diffusamente si afferma) anche solo limite all'esercizio del medesimo diritto di voto³⁵.

La rinuncia a individuare un qualche interesse sociale (lasciando che lo stesso sia espresso dalla collettività dei soci riuniti in assemblea) non significa rinuncia a una ben rigorosa applicazione dell'art. 2373 c.c., poiché rimane intatta in esso la possibilità di individuare l'interesse particolare di cui un socio si sia fatto portatore nell'adottare una determinata deliberazione.

Come anche di recente autorevolmente chiarito, nell'art. 2373 c.c. permane la funzione del contratto sociale, per la quale è possibile (e doveroso) distinguere tra l'interesse *del socio* che « si pone *all'esterno* della società, di modo che la sua soddisfazione può essere ottenuta solo *a costo* della medesima » e l'interesse *del socio* che « viene perseguito *al suo interno* e *tramite* essa »³⁶. Gli interessi esterni

³³ In questo senso ANGELICI, *La società per azioni, I, Principi e problemi*, in Trattato CICU-MESSINEO, 2012, 102, ss.

³⁴ BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A.*, Milano, 2013, 121 e ss.

³⁵ Si veda ANGELICI, *supra cit.*, 102 e ss. e altri autori più di recente, nel senso della inutilità o meno di ragionare circa l'esistenza o meno di un interesse sociale autonomamente definibile.

³⁶ ANGELICI, *supra cit.*, 107.

possono dirsi *extrasociali* poiché il loro perseguimento non porta (neanche in astratto) alcun beneficio alla collettività dei soci; sono invece *sociali* per converso quegli interessi perseguendo i quali (almeno in astratto) si prospetta un beneficio per la comunità dei soci.

L'art. 2373 c.c. impedisce che gli interessi extrasociali vengano perseguiti a discapito di quelli sociali; in altre parole, tale articolo evita che i primi determinino l'adozione di una deliberazione potenzialmente dannosa per la società. Una volta emerso l'interesse *particolare* di cui il socio determinante si sia fatto portatore, nulla aggiunge però, anche sotto il profilo logico, l'individuazione di *un certo interesse della società*³⁷, dovendo comunque soccombere il primo ricorrendo l'ulteriore condizione di cui all'art. 2373 c.c., ossia il danno potenziale alla società³⁸.

Una diversa prospettiva, per la quale l'art. 2373 c.c. sia stato considerato come il varco normativo per l'individuazione *in positivo* di un interesse sociale, non riuscirebbe a spiegare la ragione per cui la contrarietà della deliberazione a siffatto interesse sociale non costituisce motivo di invalidità della deliberazione³⁹ (come

³⁷ Rinuncia cui deve cedere anche in sede di applicazione dell'art. 2441, comma 5, c.c., che non richiede di individuare "un interesse qualificato" (ancorché non l'unico possibile) sorretto da adeguata motivazione (Trib. Salluzzo, 24 febbraio 2001, in *Giur. comm.* 2001, II, 626), che competerebbe poi al giudice sindacare nella sua importanza rispetto alla disposta esclusione del diritto di opzione, dovendo sussistere "un rapporto di necessità fra esclusione del diritto di opzione e interesse sociale" (Trib. Milano, 31 gennaio 2005, in *Giur. It.*, 2005, II, 1865).

³⁸ Nell'ipotesi in questione – circoscritta dalla obiettiva esistenza di interessi particolari, extrasociali, in ordine alla concreta deliberazione da assumere, interessi di cui sia portatore il socio da cui dipende l'adozione della deliberazione medesima – al giudice è dato di verificare la sussistenza di un danno potenziale riveniente da quella determinata delibera alla società, quindi (e necessariamente di riflesso) un danno potenziale per tutti i soci. Sono questi i confini del sindacato sulla deliberazione consentito dalla norma, sindacato che a ben riflettere, una volta preso atto degli stretti parametri normativi cui è ancorato, può senz'altro definirsi di legittimità. Al giudice, insomma, non occorre indagare su quale sarebbe stato il "miglior" interesse sociale in quella specifica occasione assembleare, essendo sufficiente verificare che la deliberazione corrisponde ad un interesse particolare del socio determinante ai fini del raggiungimento della maggioranza e genera un danno potenziale per la società. Inoltre, ai fini della valutazione della sussistenza del danno potenziale non occorre un sindacato di opportunità, bensì l'esame del merito dell'operazione e individuazione, nella considerazione complessiva degli effetti della deliberazione, di un saldo netto potenzialmente sfavorevole per la società. la mancata necessità di individuazione di un interesse sociale spiega, in ultima analisi, il carattere solo potenziale del danno.

³⁹ Di questo avviso già FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, 1973, 140 e ss.; GAMBINO, *Nuove Prospettive del conflitto di interessi assembleare nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 394-395.

dimostra l'irrilevanza di un ipotetico contrasto quando il socio portatore dell'interesse particolare non sia stato determinante ai fini della assunzione della deliberazione⁴⁰).

Per quanto le motivazioni esposte nei vari precedenti in argomento tendano ad essere pressoché sovrapponibili, l'unico punto che emerge certamente pacifico nella giurisprudenza in tema di abuso di potere è costituito dalla *non sindacabilità del merito della deliberazione assembleare*⁴¹.

Nel diritto vivente l'abuso di potere continua a essere configurato (spesso non è chiaro se in termini alternativi, concorrenti o anche solo parzialmente cumulativi, e spesso anche all'interno della stessa decisione)⁴² in tre modi diversi (tali a prescindere peraltro dal fondamento normativo posto a specifico riferimento dell'istituto): a) deliberazione connotata da finalità antisociale, dunque in contrasto con l'interesse sociale; b) deviazione della deliberazione dallo scopo economico-pratico della società; c) deliberazione adottata a vantaggio della sola maggioranza con pregiudizio dei diritti⁴³ della minoranza, in assenza di un legittimante interesse sociale.

La prima ipotizzata fattispecie contrasta con la non sindacabilità del merito della deliberazione assembleare, che appunto significa impossibilità di sindacare l'opportunità della decisione e dunque inammissibilità di un vizio semplicemente consistente nell'ipotizzato contrasto con l'interesse sociale. La seconda evoca una nozione di causa societaria troppo vaga, e in effetti, sebbene sovente ripetuta nella

⁴⁰ MOZZARELLI, *Decision*

dei soci e profili di responsabilità degli amministratori nei confronti della s.r.l., Riv. soc., 2008, 434 e ss., spec. 44.

⁴¹ *Ex multis*, Cass., 29 maggio 1986, n.3628, in *Società*, 1986, 1087; Trib. Milano, 22 aprile 1993, in *Dir. Fall.*, 1994, II, 131 e ss.

⁴² Si vedano, *ex multis*, Cass., 17 luglio 2007, n.15942, 306. Sembra richiedere sia il contrasto con l'interesse sociale sia il pregiudizio per i soci di minoranza Trib. Roma, 22 ottobre 1980, in *Società*, 415; l'alternativa dei due requisiti non è chiaramente affermata neanche in Trib. Milano, 14 ottobre 2013; Trib. Santa Maria Capua a Vetere, 31 maggio 2012, 70, con critica di PACE, *Diritto di rinvio assembleare, conflitto di interessi e abuso della maggioranza per scioglimento volontario nelle società a responsabilità limitata*.

L'alternativa è invece chiaramente affermata, *ex multis*, da Cass., 29 maggio 1986, n.3628, 1088; nello stesso senso Cass., 5 maggio 1995, n. 4923, in *Società*, 1995, 1548; Cass., 4 maggio 1994, n. 4323, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, 636.

⁴³ BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, 29.

giurisprudenza⁴⁴, non pare dar luogo ad una fattispecie autonoma dalla prima e dalla terza. La terza, infine, se proposta in assenza di un criterio di selezione degli interessi rilevanti, si rivela arbitraria: la nomina di consiglieri di fiducia del solo socio di maggioranza, pregiudica un interesse della minoranza, nella sostanziale indifferenza dell'interesse sociale (che anzi, se inteso come contenuto, potrebbe generare situazioni paradossali, come quando il socio di minoranza, senza maggior costi per la società, proponga persone di profilo manifestamente più elevato rispetto al socio di maggioranza, che magari propone se stesso e propri inesperti sodali); ciò malgrado, è indubbio che la pretesa della maggioranza di nominare consiglieri di propria esclusiva fiducia non costituisce abuso.

Ora, per quanto l'affermazione possa apparire irrispettosa della consolidata tradizione giurisprudenziale al riguardo, ciò di cui pare giunto il momento di dubitare è il rilievo del *contrasto con l'interesse sociale* (formula che, come visto, ha una valenza solo descrittiva) nella fattispecie dell'eccesso (o abuso) di potere assembleare⁴⁵.

Come si è sopra accennato, sia pur in poche e forse insufficienti battute, alla verifica della sussistenza del *conflitto* e del potenziale danno per la società, si accede solo attraverso il varco aperto dall'interesse particolare del socio marginale coinvolto nella specifica decisione da assumere. Al di fuori di tale ipotesi, deve ritenersi irrilevante e non sindacabile l'opinione che il socio abbia circa l'opportunità o meno di una certa decisione e dunque la direzione che egli intenda dare al suo voto.

Se dunque il contrasto con l'interesse sociale non rileva al di fuori dei presupposti indicati all'art. 2373 c.c., la figura dell'eccesso di potere dovrà essere necessariamente ricostruita in altro modo.

⁴⁴ *Ex multis*, Cass., 27 aprile 1990, n. 3535, in *Giust. Civ.*, 1990, 2580. La tesi giurisprudenziale sviluppava gli spunti in letteratura suggeriti da DE GREGORIO, *Impugnativa di deliberazioni di società per azioni contrarie all'interesse sociale*, in *Dir. comm.*, 1951, II, 229.

⁴⁵ In questo senso A. NUZZO, *supra cit.*, 96 e ss.

2.1.3 L'“abuso del diritto” della maggioranza azionaria. Cenni di diritto comparato.

Le ipotesi sopra elencate sono da sempre identificate attraverso l'utilizzo del termine “abuso”, adoperato in generale per indicare un uso distorto di un diritto o di un potere, ad evocare l'idea dell'ingiusto e di qualcosa non meritevole di tutela giuridica. Questa riflessione deve preliminarmente soffermarsi sul più generale e mai sopito problema della presenza nel nostro ordinamento del divieto di *abuso del diritto*.

È interessante a tal proposito notare come le due principali famiglie giuridiche dei moderni ordinamenti (*civil law* e *common law*) abbiano mostrato diversa sensibilità al tema dell'abuso del diritto. Nelle famiglie romano-germaniche (Francia e Germania innanzitutto) la fattispecie dell'abuso è divenuta oggetto di una vera e propria teoria generale dell'abuso del diritto⁴⁶. Di contro, rispetto alla esperienza della *common law*, si sottolinea l'incompatibilità dell'abuso del diritto con la mentalità dei giuristi anglosassoni⁴⁷. Inoltre, nella tradizione inglese non si dà alcuna rilevanza all'*animus nocendi*, che viceversa è centrale nell'esperienza dei paesi di *civil law*, sebbene l'irrilevanza dell'intenzione di nuocere “pur proclamata in alcune celebri *opinions* di giudici di *common law*”⁴⁸ si attenua quando la malizia dell'agente si riflette nel giudizio di causalità⁴⁹; costituisce a riguardo opinione ricorrente che “*British law does not recognise any doctrine of abuse of rights*”⁵⁰.

⁴⁶ PIROVANO, *L'abus de droit dans la doctrine et la jurisprudence francaises*, in *Inchieste di diritto comparato* dirette Rotondi, 7, *L'abus de droit*, Padova, 1979, 349 ss.

⁴⁷ P. RESCIGNO, *L'abuso del diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, I, 225; DE VITA, *La proprietà nell'esperienza giuridica contemporanea*, Milano, 1969, 189; GAMBARO, voce *Abuso del Diritto*, II) Diritto comparato e straniero, in *Enc. Giur. Treccani*, I, Roma, 1988, 6.

⁴⁸ Si ricorda il *dictum* di Lord Halsbury nel caso *Bradford v. Pickles* [1895 A.C. 587]: “*if it was a lawful act, however ill the motive might be, he had a right to do it*”.

⁴⁹ GAMBARO, voce *Abuso del diritto*, cit. 6 s.

⁵⁰ NAPIER, *Abuse of Rights in British Law*, in *Inchieste di diritto comparato* dirette da Rotondi, 7, *L'Abus de droit*, Padova, 1979, 281.

Ai giuristi francesi va ascrivito il merito di aver acceso il dibattito sull'ammissibilità della figura dell'abuso di diritto nei tempi moderni⁵¹. Sotto le spinte evolutive della giurisprudenza (che vede nell'abuso del diritto un meccanismo correttivo che consente al giudice di ovviare alla inammissibile rigidità dell'applicazione formale della norma) e nonostante l'assenza di un esplicito riconoscimento positivo della fattispecie, l'abuso del diritto è stato diffusamente utilizzato nell'ambito dell'esercizio del diritto di proprietà, con riferimento alla tutela giurisdizionale dei diritti (“*abus de action en justice*”, “*abus de défense en justice*”, “*abus de voies de recours*”) genericamente nell'ambito dei contratti (in particolar modo in materia di lavoro) e, infine, in relazione agli organismi associativi (“*abus de majorité*” e “*abus de minorité*”).

Nell'ordinamento tedesco si è giunti a codificare nei §§ 226 e 826 del BGB la repressione dell'abuso dei diritti. Al riguardo è stato osservato che le predette norme “non hanno assunto, se non in misura ben limitata, la funzione di appoggio testuale per l'idea di divieto dell'abuso del diritto, che nella prassi germanica ha trovato piuttosto altri e ben diversi canali di legittimazione”⁵². Dagli inizi degli anni trenta nella giurisprudenza tedesca si è imposto il pensiero che il divieto di esercitare maliziosamente o slealmente un diritto trova la sua giustificazione, il suo canale di legittimazione nel *Grundsatz von Treu und Glauben*, per cui è al §242 del BGB che è oggi ricondotto lo sviluppo giurisprudenziale del divieto di *Rechtsmissbrauch*⁵³.

L'ordinamento svizzero ha dato esplicito ingresso alla discussa figura. L'art. 2 del codice civile svizzero dispone che “*ognuno è tenuto ad agire in buona fede così nell'esercizio dei propri diritti come nell'adempimento dei propri obblighi. Il manifesto abuso del proprio diritto non è protetto dalla legge*”. Tale istituto, tuttavia, nel diritto svizzero appare utilizzato in misura modesta⁵⁴.

⁵¹ Ex multis CAPITANT, *Sur l'abus de droit*, in *Rev. trim. dr. civ.*, 1928, 374.

⁵² RANIERI, *Norma scritta e prassi giudiziale nell'evoluzione della dottrina tedesca del Rechtsmißbrauch*, in *Inchieste di diritto comparato* dirette da Rotondi, vol. 7, *L'abus de droit*, Padova, 1979, 364.

⁵³ SIEBERT, *Verwirkung und Unzulässigkeit der Rechtsausübung*, Marburg, 1934.

⁵⁴ GAMBARO, *L'Abuso del diritto*, cit. 112.

Sembra insomma che il concetto di abuso del diritto abbia segnato da tempi risalenti il continuo adeguamento del diritto alle esigenze di giustizia, esprimendo l'esigenza di correzione e specificazione di istituti esistenti e favorendo la nascita di nuove e più progredite categorie. Un processo che ha visto inizialmente interessata la materia dei diritti assoluti e si è poi esteso al diritto delle obbligazioni e dei contratti.

Più specificamente, il concetto di abuso è stato adoperato per l'apprezzamento di condotte situate in una particolare area di confine, in quella zona grigia tra il consentito e l'illecito, caratteristica di situazioni che, pur muovendo da una generale e astratta premessa di legittimità, presentano profili di ingiustizia in tutti o alcuni degli esiti del comportamento. Il concetto di abuso opera cioè in quella zone grigia in cui *“il diritto dell'uno e il diritto dell'altro, non si possono dividere con un taglio netto”*⁵⁵. Se è vero che una volta intervenuto il legislatore l'abuso non può più essere utilizzato per determinare il confine del diritto, essendo ormai il compito assolto dalla norma espressa, si è per altro verso osservato che il diritto non è fenomeno statico, bensì mutevole ed evolutivo, ed in ciò è *“il vero fondamento e la vera chiave di volta del fenomeno e del concetto di abuso del diritto”*.

L'abuso della maggioranza azionaria ai danni della minoranza, quindi, non costituirebbe solo un abuso di potere, ma anche un abuso del diritto. Il diritto che qui si intende potenzialmente soggetto ad abuso è quello che compete alla maggioranza *nei suoi rapporti* con la minoranza, che può essere utilizzato dalla prima solo in funzione del suo raccordo con la seconda, nel solco di un preciso schema di dialogo endosocietario.

⁵⁵ ROTONDI, *L'abuso del diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1923, 112.

CAPITOLO TERZO

3. VERSO IL SUPERAMENTO DELL'ABUSO DI MAGGIORANZA IN UNA PROSPETTIVA GIURIDICO-ECONOMICA FINALIZZATA AL PERSEGUIMENTO DELL'INTERESSE SOCIALE

3.1 Contrapposizione di interessi: “Maggioranza vs Minoranza” e “Società vs *Status Socii*”

Sotto vari profili, la protezione degli interessi della minoranza nel sistema di *corporate governance* è inversamente proporzionale al potere dei soci nel loro insieme.

In Francia, la concentrazione della proprietà e un diritto societario favorevole ai soci danno agli azionisti di maggioranza un controllo indiscusso sulla politica gestoria della società nella maggior parte dei casi; le minoranze qualificate possono tutelare i propri interessi principalmente invocando l'intervento dei tribunali per ottenere un'ispezione in caso di operazioni sospette. La struttura dell'organo amministrativo in Germania e in Giappone assegna un potere appena maggiore ai soci di minoranza. Sebbene il diritto giapponese all'apparenza sembri favorire i soci di minoranza, la prassi societaria – con consigli di amministrazione dominati dai membri appartenenti al gruppo di controllo – è profondamente managerialista. La legge tedesca sulla codeterminazione diluisce il potere dell'intera categoria dei soci, ma è inverosimile che ciò possa diluire il potere della maggioranza in relazione alla minoranza. In ultimo, la struttura proprietaria dispersa della maggior parte delle società statunitensi e inglesi prevedibilmente riduce il conflitto fra soci di maggioranza e soci di minoranza. Ma questo risultato è più una conseguenza della struttura degli assetti proprietari che del diritto. Il permissivo sistema di governo societario del Regno Unito pone ben scarsi vincoli ai soci di controllo. Solo il diritto americano tutela in modo aggressivo i soci di minoranza, enfatizzando il ruolo degli amministratori indipendenti, dei diritti decisionali propri dei soci e dei doveri fiduciari. In sintesi, le differenze giuridiche

tra gli ordinamenti nella tutela delle minoranze sembrano avere meno importanza delle semplici differenze di fatto nella struttura proprietaria.

Più in particolare, dall'analisi della disciplina italiana delle società di capitali emerge che i diritti del singolo socio sono rilevanti principalmente – per non dire esclusivamente – al momento della costituzione e al momento dell'estinzione della società, ovverosia quando il socio agisce *uti singulus*. Infatti, la volontà del singolo socio è rilevante solo dapprima, all'atto della costituzione, per formare la volontà sociale, e successivamente, al termine della procedura di liquidazione, dopo aver approvato il bilancio finale di liquidazione, poiché la sua volontà riemerge sotto forma di diritto di credito intangibile vantato nei confronti della società. Invece, durante la vita della società, il singolo socio, con il suo consenso, accetta una limitazione nell'immediato dei propri interessi individuali per favorire gli "interessi sociali", ossia quell'insieme di interessi rilevanti non più considerati individualmente ma all'interno di una realtà associativa, la cui tutela è affidata alla maggioranza assembleare, massima espressione di ogni democrazia sociale.

Il tema della "contrapposizione di interessi" tra società e socio è stato già da molto tempo affrontato sia dalla giurisprudenza che dalla dottrina le quali, in particolare, hanno approfondito le tematiche connesse alla conservazione dello *status socii*, ossia del diritto del socio di rimanere tale all'interno della società, fissando, altresì, in tale diritto un limite intangibile oltre il quale la società non si sarebbe potuta spingere. Il risultato cui entrambe sono pervenute, seppur non in modo unanime come si vedrà anche nel prosieguo, è che *non esista un diritto assoluto e intangibile del socio alla conservazione del suo status durante la vita societaria*⁵⁶.

L'argomento più rilevante a sostegno di detta conclusione si ritrova nella regola della maggioranza. L'intero impianto normativo delle società di capitali è

⁵⁶ In giurisprudenza, Cass. 18 febbraio 1978, n. 660, in *Banca, borsa, tit. di cred.*, 1978, II, p. 1; App. Torino, 20 aprile 1974, in *Banca, borsa, tit. di cred.*, 1974, II, p. 64. In dottrina, G.B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie*, in *Riv. soc.*, 1982, p. 768; D. PREITE, *L'abuso della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992, p. 168; L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, p. 161; G. GRIPPO, *Incorporazione di una società per azioni esercente il credito in un istituto di diritto pubblico, pregiudizio dello status socii e situazione patrimoniale*, in *Giur. comm.*, 1978, II, p. 665.

imperniato, infatti, sul “principio di maggioranza”⁵⁷, secondo il quale la volontà espressa da una parte maggioritaria dei componenti del gruppo produce un effetto vincolante sui componenti costituenti la minoranza⁵⁸, al fine di garantire la speditezza delle scelte societarie e dei rapporti commerciali, elemento imprescindibile nelle economie moderne.

La supremazia di tale principio è confermata, altresì, dalla giurisprudenza di legittimità la quale ritiene nulle le clausole che introducono l’unanimità negli statuti delle società di capitali perché “*la regola maggioritaria costituisce un principio inderogabile, quale strumento diretto ad assicurare, mediante la snellezza delle procedure assembleari, la c.d. “libertà di movimento” della società*”⁵⁹. In tal modo la giurisprudenza, confermando la prevalenza del volere della maggioranza rispetto all’unanimità (e quindi anche al volere della minoranza), e a maggior ragione rispetto a quello del singolo socio, non fa altro che interpretare in modo sistematico la normativa delle società di capitali.

In tale normativa si riscontrano, infatti, diverse norme che confermano la preferenza del legislatore per il principio di maggioranza. Prima fra tutte è l’art. 2484, primo comma, n. 6, che prevede lo scioglimento della società adottato con una delibera a maggioranza. In tal caso, quindi, la maggioranza del capitale sociale può effettivamente decidere le sorti della società e dei soci di minoranza, a riprova del fatto che il singolo socio non ha un diritto intangibile a restare socio della società. Tutta la forza del principio di maggioranza è ancora più evidente se si tiene conto del fatto che la decisione di sciogliere la società è discrezionale, e pertanto non è sindacabile nel merito da parte dell’autorità giudiziaria, trovando il suo fondamento nel principio di autonomia contrattuale e nel principio di libertà di iniziativa economica di cui all’art. 41 della Costituzione⁶⁰. L’unico limite non superabile dalla maggioranza è quello derivante dall’abuso ai danni della minoranza, ravvisabile ogniqualvolta la delibera “*risulti arbitrariamente e*

⁵⁷ Ad eccezione di rarissimi casi in cui è richiesta l’unanimità, come ad esempio per la modifica dei diritti particolari nella società a responsabilità limitata ex art. 2468, quarto comma, c.c..

⁵⁸ F. GALGANO, *Principio di maggioranza*, in *Enciclopedia del diritto*, vol. xxxv, Milano, 1986, p. 547.

⁵⁹ Cass. n. 7663/2005; Cass. n. 2450/1980; Cass. n. 2669/1964.

⁶⁰ Cass. n. 27387/2005; Cass. n. 11151/1995; Cass. n. 4923/1995; Cass. n. 3628/1986.

fraudolentemente preordinata al perseguimento da parte dei soci di maggioranza, di interessi divergenti da quelli societari, ovvero lesivi del singolo socio”⁶¹.

In particolare, una nota sentenza della Suprema Corte di Cassazione⁶² ha ritenuto legittima l’incorporazione di una società per azioni esercente attività bancaria in un istituto di credito di diritto pubblico approvata con deliberazione maggioritaria da parte dell’assemblea della società privata incorporanda, facendo venir meno la qualità di socio anche per la minoranza dissenziente, dato che l’ente incorporante non era una società e pertanto non ammetteva soci. Secondo la Suprema Corte, *“La posizione del socio è posizione riflessa che deriva dal contratto sociale. Perfino per la modificazione dell’atto costitutivo non è richiesto il consenso di tutti, ma è solo previsto il diritto di recesso dei soci dissenzienti. La legge, cioè, non assicura al singolo socio una intangibilità della sua posizione originaria; la società vive, si trasforma e muore, purché lo voglia la maggioranza”*.

Quindi, c’è una sorta di presunzione logica, prima ancora che giuridica, secondo cui la maggioranza assembleare rappresenti al meglio l’interesse della società, il quale viene prima di ogni altro interesse, sia esso della minoranza o dei soci individualmente considerati, fermo restando che è l’interesse della società che deve sempre prevalere e non l’interesse della maggioranza in quanto tale. In altre parole, la maggioranza deve agire nell’interesse sociale e non nel proprio esclusivo interesse, altrimenti ne risulterebbe un uso abusivo del proprio potere non giustificato dall’interesse sociale.

3.2 Un’analisi empirica: quando il pragmatismo del giurista supera l’immobilismo del legislatore

Dopo essersi soffermati sull’abuso della maggioranza (e della minoranza) azionaria, dopo averne visto elementi, caratteristiche e impostazioni dottrinali e

⁶¹ Cass. n. 4923/1995; in modo conforme, Cass. n. 3628/1986; App. Roma, 4 giugno 1990, *Foro It.* 1990, I, p. 2949.

⁶² Vedi nota 15.

giurisprudenziali, è ora giunto il momento di provare a superare tale principio giuridico.

Scopo di questo elaborato è tentare di dimostrare come, nella prassi, il giurista si possa trovare di fronte ad ipotesi “apparentemente” di abuso della maggioranza azionaria che però, ad una analisi più approfondita ed in una prospettiva (anche economica) di medio-lungo periodo, risultano assolutamente legittime perché prese nel rispetto e nel perseguimento dell’interesse sociale.

Il caso concreto che si vuole analizzare è quello di una società S, prima quotata, che poi.... Successivamente, una volta delistata, ha avuto necessità di riassetto della propria governance...

[DA COMPLETARE]

Il socio di maggioranza si è ritrovato con 7.000 azionisti che complessivamente possedevano meno del 4% con partecipazioni irrisorie, nessun diritto amministrativo né patrimoniale.

La volontà del socio era quella di eliminare tale minoranza polverizzata, senza però cadere nella trappola dell’abuso di maggioranza azionaria.

[DA COMPLETARE]

Prima di analizzare come il socio di maggioranza abbia potuto, di fatto, effettuare uno squeeze-out della minoranza azionaria pur senza “abusare” della propria posizione, è opportuno analizzare gli aspetti salienti della vicenda, partendo proprio dalla situazione in cui versava la società S. prima dell’operazione di raggruppamento azionario.

3.3 Azionariato polverizzato e *squeeze-out*

3.3.1 Azionariato “polverizzato” e *squeeze-out* nelle società quotate

Lo *squeeze-out* è un termine di derivazione anglosassone, di uso corrente nei paesi di *common law*, con il quale si indica, in via generale, l’istituto che permette al socio di maggioranza, detentore di una certa percentuale dell’azionariato di una società, di rilevare le residue azioni di minoranza⁶³. In tali giurisdizioni lo *squeeze-out* trova applicazione sia per le società quotate, sia per quelle che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e, pertanto, il relativo diritto di acquisto delle azioni può conseguire tanto da un’offerta pubblica di acquisto quanto da altre operazioni societarie, come le fusioni.

Tra le giurisdizioni di *civil law* dell’Europa continentale, anche la Germania ha introdotto fattispecie di *squeeze-out* che si applicano alle società di capitali, quotate e non, simili a quelle vigenti negli Stati Uniti e in Inghilterra⁶⁴. In particolare, merita di essere segnalato che l’ordinamento tedesco estende l’ambito applicativo dello *squeeze-out*, oltre che a tutte le società per azioni (AG – *stock*

⁶³ Negli Stati Uniti lo *squeeze-out* è innanzitutto regolato dalle leggi dei singoli Stati appartenenti alla federazione ed è anche conosciuto con il termine di *freeze-out*; per la maggiore rilevanza e la frequenza con cui sono applicate, richiamiamo qui le *Sections 251-254* del *Delaware General Corporation Law*, contenute nel *Title 8, Chapter 1* del *Delaware Code* del 1953. A livello federale si ricordano inoltre, tra le altre, la *Rule 13e-3* del *Securities and Exchange Act* del 1934 che disciplina i *de-listing* in conseguenza dell’esercizio dello *squeeze-out*. In Inghilterra le varie fattispecie di *squeeze-out* e la loro procedura sono regolate nella *Part 28* del *Companies Act* del 2006 e, quando interessano società quotate, devono essere altresì condotte ai sensi del *Handbook* della *Financial Service Authority*, in attuazione del *Financial Services and Markets Act* del 2000. È significativo inoltre notare che, a differenza che negli Stati Uniti, l’Italia e gli altri Paesi dell’UE non prevedono la possibilità di *squeeze-out* degli azionisti di minoranza nell’ambito del tradizionale procedimento di fusione. Diversamente dal diritto societario italiano ed europeo, gli Stati Uniti conoscono fin dagli anni Venti del secolo scorso il procedimento di “*statutory merger squeeze-out*”, vale a dire il procedimento di fusione a mezzo del quale gli azionisti di minoranza della società incorporata vengono esclusi dalla società incorporante in virtù della corresponsione, in cambio delle proprie azioni, di denaro (realizzando così una fusione del tipo “*cash-out*” o “per contanti”) o strumenti finanziari della società incorporante diversi dalle azioni della stessa (cfr. *§251 (b)* del *Delaware General Corporation Law* e *§ 11.02 (c)* del *Revised Model Business Corporation Act*).

⁶⁴ In Germania, lo *squeeze-out* è istituito disciplinato in termini generali nell’*Aktiengesetz* (legge tedesca sulla società per azioni) del 1965 e, con riferimento alle offerte pubbliche di acquisto, nel *Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz* (legge tedesca sull’opa) del 2001.

corporations), altresì alla *Kommanditgesellschaft auf Aktien* (KGaA, corrispondenti alle società in accomandita per azioni) che siano quotate sui mercati regolamentati.

Nell'ordinamento italiano, lo *squeeze-out*, rubricato come "diritto di acquisto", è disciplinato unicamente nell'ambito delle offerte pubbliche di acquisto dall'art.111, d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58. In particolare, l'art. 111 del t.u.f. prevede che l' *"offerente che venga a detenere a seguito di offerta pubblica totalitaria una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto. Qualora siano emesse più categorie di titoli, il diritto di acquisto può essere esercitato soltanto per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento"*.⁶⁵

Di conseguenza, quindi, l'applicazione dell'istituto è limitata sia sotto un profilo oggettivo che sotto un profilo soggettivo. Per quanto riguarda il primo, l'ambito è ristretto alle sole società per azioni quotate sui mercati regolamentati; per ciò che attiene al secondo, possono esercitare il diritto di *squeeze-out* esclusivamente i soggetti che, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, vengano a detenere almeno il novantacinque per cento del capitale sociale⁶⁶.

La *ratio* sottesa a tale istituto è facilmente intuibile. Dal punto di vista dell'azionista di minoranza, nell'ipotesi in cui un soggetto si trovasse a detenere una percentuale del capitale sociale molto elevata, quest'ultimo avrebbe il diritto di esercitare non solo la totalità dei diritti amministrativi in capo all'assemblea dei soci, ma avrebbe anche la possibilità di incidere in modo determinante sui diritti patrimoniali spettanti alla esigua minoranza rimasta. A una percentuale pari o

⁶⁵ Si rammenta che la soglia del novantacinque per cento è stata introdotta dall'art. 3, d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229. Nella sua versione originaria, l'art. 111 del t.u.f. prevedeva una soglia superiore, pari al novantotto per cento.

⁶⁶ Si veda sul punto l'interessante lavoro di A. LUCIANO e M. LACCHINI, *Lo squeeze-out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. comm.*, 2011, pag. 904, fasc. 6.

inferiore al cinque per cento, spesso inoltre polverizzata tra centinaia – per non dire migliaia – di piccolissimi azionisti, per massimizzare il proprio investimento non rimarrebbe che vendere quanto prima al socio detentore della quasi totalità del capitale sociale, a un prezzo di mercato favorevole e con le tutele e garanzie previste dal t.u.f. Di converso, dal punto di vista dell'azionista di maggioranza, la *ratio* pare possa essere sintetizzata nell'opportunità di garantire, a chi si è sobbarcato l'onere di un'opa totalitaria che abbia avuto successo (consentendogli di raggiungere la partecipazione pari o superiore al novantacinque per cento), i vantaggi derivanti dal controllo totalitario.

Anche la dottrina ha messo in evidenza, sotto aspetti diversi, i principi relativi a tale istituto. Un'utile indicazione in proposito proviene dalle motivazioni emerse in sede di redazione del t.u.f., laddove le finalità attribuite all'art. 111 sono state identificate con (i) l'esigenza di incentivare il lancio dell'opa totalitaria, (ii) evitare comportamenti opportunistici di chi non intenda aderire all'opa per rivendere le proprie azioni all'offerente, in un secondo momento, a un prezzo maggiorato, nonché (iii) “ripulire il listino” da quelle società che resterebbero altrimenti quotate, avendo un flottante, seppur minimo, molto diffuso. Analogamente, è stato evidenziato che la norma tende a evitare che vengano conservate partecipazioni al solo scopo di promuovere azioni di disturbo non giustificate da ragioni connesse alla correttezza della gestione e, ancor prima, che continuino a essere quotate società le cui azioni sono oggetto di negoziazioni anomale e come tali pregiudizievoli del corretto funzionamento del mercato stesso. Altri autori, poi, evidenziano come la norma sarebbe in realtà direttamente ispirata alla tutela degli interessi dell'offerente “*restando acclarato che la disposizione non può considerarsi posta a tutela della minoranza, in particolare non di quella interessata alla conservazione della partecipazione sociale (non necessariamente con intenti ostruzionistici o ricattatori) e neppure di quella interessata alla sua dismissione, sia pur tardiva*”⁶⁷. È stato però replicato che la previsione mira invece proprio a tutelare “*l'azionariato diffuso in quanto*

⁶⁷ Si veda sul punto Audizione del Direttore Generale del Ministero del Tesoro presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati del 10 dicembre 1997, in *Riv. società*, 1998, 214 e ss. Si veda inoltre R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Trino, 2010, 103-104.

incentiva lo scalatore a lanciare l'opa totalitaria, con il fine di non dover sostenere i costi della gestione di una minoranza residua"⁶⁸.

In effetti, nonostante le affermazioni sopra citate appaiano tutte isolatamente corrette – in particolare l'ultima, a parere di chi scrive – la posizione più convincente è quella di chi individua nella norma un istituto speculare, per così dire un "contraltare", dell'obbligo di acquisto disciplinato dall'art. 108 del t.u.f.⁶⁹ Tale posizione è stata molto chiaramente illustrata in una delle rare pronunce giurisprudenziali sull'istituto del diritto di acquisto⁷⁰, dove viene statuito come la norma miri al *"raggiungimento di un giusto equilibrio tra gli opposti interessi, ove l'obbligo di comperare azioni residue dai soci disposti ad alienarle è controbilanciato dal diritto di riscattarle coattivamente a un prezzo eterodeterminato e con meccanismi esterni e amministrativi di controllo (esercitati dalla Consob) posti a garanzia delle regole di correttezza, di trasparenza del mercato e di parità di trattamento tra gli azionisti"*.

Tale approccio è del tutto coerente con l'impostazione della Direttiva comunitaria in materia, la quale lega strettamente la previsione del diritto in commento alla disciplina dell'obbligo di acquisto⁷¹. Per un verso, dunque, è equo riconoscere all'offerente che si sia sobbarcato l'onere di un'offerta totalitaria, tanto più se obbligatoria, i vantaggi, se li desidera, del controllo totalitario; in tal senso è indubbio che la norma sia posta a tutela dell'interesse dell'azionista di controllo. Tali vantaggi, peraltro, possono anche prescindere dall'esistenza di una minoranza

⁶⁸ E. DESANA, art. 111, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, Torino, 1999, 72.

⁶⁹ In questo senso F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, 381-382, dove l'autore si spinge a ravvisare nel venir meno della quotazione e della liquidità del titolo un evento che conduce all'estinzione del rapporto sociale, in quanto idoneo a incidere sulla stessa causa originaria del rapporto, determinandone lo scioglimento.

⁷⁰ Trib. Milano, 13 marzo 2003, in Soc., 2004, 87, con nota di L. G. PICONE.

⁷¹ Così il 24° Considerando della Direttiva 2004/25/CE: *"Gli Stati Membri dovrebbero adottare le misure necessarie per permettere a un offerente che abbia acquisito, a seguito di una offerta pubblica di acquisto, una certa percentuale del capitale di una società con diritto di voto, di obbligare i detentori dei rimanenti titoli a vendergli i loro titoli. Parimenti, quando un offerente ha acquisito, a seguito di un'offerta pubblica di acquisto, una certa percentuale di capitale di società con diritto di voto, i detentori dei rimanenti titoli dovrebbero avere la possibilità di obbligarlo ad acquistare i loro titoli. Queste procedure relative al diritto di acquisto e all'obbligo di acquisto si applicano soltanto a condizioni specifiche connesse con le offerte pubbliche di acquisto. Al di fuori di queste condizioni gli Stati Membri possono continuare ad applicare la legislazione nazionale alle procedure relative al diritto di acquisto e all'obbligo di acquisto"*.

che voglia strumentalizzare la sua posizione, o ricercare vantaggi non dovuti, e possono risiedere anche solo nella mera, presumibile circostanza che la “totalità dell’intero capitale sembra essere il mezzo per consentire al meglio la nuova direzione e gestione dell’impresa societaria”⁷². È innegabile, per altro verso, che il riconoscimento di tale diritto all’azionista che sia pervenuto, attraverso un’offerta totalitaria, a una soglia di possesso molto vicina al totale del capitale, rappresenti un incentivo al lancio di offerte pubbliche, che rappresentano la forma di acquisizione del controllo che l’ordinamento ritiene meglio tutelare così da contemperare gli interessi in gioco nel miglior modo possibile⁷³. In questo senso la norma – come sopra accennato – rappresenta quindi in via indiretta anche un mezzo di tutela delle minoranze, poiché realizza un più efficiente e trasparente funzionamento delle dinamiche di cambio e di consolidamento del controllo azionario.

3.3.2 Azionariato “polverizzato” e squeeze-out nelle società non quotate. Il de-listing.

La disciplina dello *squeeze-out*, come sopra accennato, trova applicazione nel nostro ordinamento solo con riferimento alle società quotate. Tuttavia, nella prassi, ci si può trovare di fronte ad ipotesi complesse, dove un azionariato prima soggetto alle regole del mercato regolamentato vi si trovi successivamente fuori.

Questa ipotesi, detta di *de-listing*, ovvero del ritiro dei titoli dalla quotazione, può originare da diverse motivazioni: (i) sopportazione, da parte della società, di oneri finanziari e regolamentari legati alla quotazione giudicati eccessivi rispetto ai correlativi benefici; (ii) asserita incapacità del mercato di “comprendere” appieno il valore intrinseco del titolo azionario, con conseguente incremento del costo

⁷² Così V. SALAFIA, *Lo squeeze-out statutario*, in Soc. 2007, 1452.

⁷³ Si veda in questo senso V. M. IACOBELLIS, art. 111, in *Commentario all’offerta pubblica di acquisto*, a cura di Fauceglia, Torino, 2010, 218, il quale evidenzia che, in via mediata, risultano chiari i “vantaggi e i benefici che la previsione di tale diritto in capo all’offerente assicura in termini di stimolo alla promozione di nuove offerte pubbliche, di incentivo quindi al ricambio del controllo delle società quotate e di facilitazione del de-listing delle stesse, a tutela, quindi, in estrema conseguenza, della maggiore efficienza del mercato in generale e di quegli stessi azionisti di minoranza non animati da intenti ostruzionistici o ricattatori”.

della raccolta del capitale di rischio, sino all'estremo dell'attribuzione alla società di un valore di mercato inferiore al patrimonio netto della stessa; (iii) opportunità di effettuare investimenti nell'interesse di lungo termine della società, che richiedono l'impiego di risorse ingenti e incompatibili con le aspettative di breve termine e di utili trimestrali in crescita da parte del mercato e di talune categorie di investitori; (iv) necessità di procedere a ristrutturazioni societarie o riorganizzazioni aziendali potendo beneficiare della massima flessibilità operativa e del minor numero di adempimenti a norme di legge e di regolamento⁷⁴. A motivazioni di politica industriale o finanziaria, attinenti all'interesse della società, può aggiungersi, o talvolta sostituirsi, la volontà del socio di controllo di approfittare di un generalizzato andamento negativo dei mercati azionari o di una temporanea perdita di valore delle azioni della società per acquistare "a sconto" i titoli azionari dell'emittente. In altre parole, l'azionista di controllo può essere indotto a promuovere il *de-listing* della controllata in considerazione della prospettiva, eventualmente suffragata da informazioni riservate acquisite in virtù della partecipazione diretta o indiretta al consiglio di amministrazione, o comunque da una più agevole lettura delle informazioni di pubblico dominio in virtù della posizione "privilegiata" ricoperta, di poter in futuro approfittare interamente di una più favorevole valorizzazione dell'*equity* della società, allorché ad esempio questa sia in procinto di entrare in un periodo di forte crescita degli utili.

L'esclusione delle azioni di una società dalla quotazione in un mercato regolamentato, e conseguente ritorno della stessa allo *status* giuridico di società non quotata, può avvenire secondo diverse modalità, sostanzialmente riconducibili alle seguenti: (a) deliberazione assembleare con la quale i soci decidono l'esclusione dalla quotazione senza che la società sia contestualmente coinvolta in operazioni sul capitale o in operazioni straordinarie; (b) fusione per incorporazione della controllata quotata nella controllante non quotata o in una

⁷⁴ Per una esaustiva panoramica dei motivi che possono condurre a una transazione "*going private*", si veda A. M. BORDEN, *Going Private, Old Tort, New Tort or No Tort*, in 49 New York University, L. Rev., 1974, 1006 e ss.

società-veicolo non quotata appositamente creata⁷⁵, e (c) offerta pubblica di acquisto totalitaria finalizzata al ritiro dei titoli dal mercato, effettuata direttamente dal socio di controllo o per mezzo di una società-veicolo appositamente creata e controllata dal primo. Tutte queste tecniche, pur se funzionalmente equivalenti, si differenziano dal punto di vista formale e procedurale. Le prime due tecniche si sostanziano in operazioni di natura societaria, poiché presuppongono una manifestazione di volontà da parte della società emittente, che si forma progressivamente con il concorso necessario della collettività dei soci secondo i meccanismi decisionali previsti dal diritto societario applicabile e indipendentemente dalla riconducibilità di fatto della volontà sociale a quella del gruppo di controllo. La terza tecnica consiste invece in un'operazione di mercato, in quanto presuppone un'iniziativa del socio di controllo che si svolge al di fuori e indipendentemente dal circuito della volontà assembleare. La società sembra qui essere – a prima vista – mera spettatrice dell'operazione, poiché l'offerta di acquisto delle azioni effettuata dal socio di controllo si rivolge direttamente agli azionisti e non comporterebbe, quindi, l'attivazione obbligatoria di procedure decisionali da parte di organi sociali della società bersaglio.

Vi è poi, tra le tecniche sopra menzionate finalizzate al *de-listing* della società, una sostanziale e fondamentale differenza che attiene alle cause che conducono alla revoca delle azioni dalle quotazioni. Se nel caso dell'approvazione della delibera assembleare avente quale unico oggetto il ritiro dei titoli dalla quotazione, il ritiro è dovuto alla mera volontà della società di cambiare *status* giuridico, e se nel caso del completamento della fusione con la società controllante non quotata o con un veicolo *ad hoc* il ritiro dei titoli dalla quotazione è dovuto all'annullamento dei titoli quotati e all'assegnazione di nuovi titoli non quotati in cambio, nel caso, invece, di successo dell'offerta pubblica di acquisto finalizzata al *de-listing*, il ritiro dei titoli viene a dipendere dalla integrale scomparsa del flottante ovvero da una riduzione dello stesso al di sotto della

⁷⁵ Per un'analisi comparatistica sull'utilizzo e sulla sindacabilità in Francia, Germania e Italia della fusione tra controllante e controllata mediante diluizione delle partecipazioni di minoranza si veda P. CONAC, L. ENRIQUES, M. GELTER, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany and Italy*, in *European Company and Financial Law Review*, 2007, 524 e ss.

soglia minima richiesta dal regolamento delle società di gestione del mercato per assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

Pertanto, il concetto di *de-listing*, ovvero di ritiro dei titoli dalla quotazione, va tenuto distinto da quello di “*squeeze-out della minoranza*”, ovvero di eliminazione della minoranza dalla base azionaria della società. Se è vero che le operazioni di *de-listing* si accompagnano nella pratica al tentativo di preventiva eliminazione della minoranza sociale, tale eliminazione preventiva non è di per sé necessaria per il raggiungimento del fine del *de-listing* di società quotata. Tuttavia le due situazioni, diverse e distinte, spesso viaggiano di pari passo, soprattutto nelle società con un azionariato polverizzato non eccessivamente disperso e nell’ipotesi in cui una quota di maggioranza elevata sia detenuta nelle mani di un unico socio (spesso industriale e non finanziario).

In realtà, quando il socio di maggioranza non persegue semplicemente la finalità del ritorno della società controllata allo *status* di società non quotata, ma si ripropone di concentrare nelle sue mani la totalità delle partecipazioni di minoranza che ancora non gli appartengono o di riacquistare quelle che aveva ceduto in sede di collocamento al servizio della quotazione sul mercato, tanto la deliberazione di ritiro dal mercato quanto il procedimento di fusione, singolarmente considerati, possono non essere gli strumenti più idonei al raggiungimento del fine in quanto, di per sé, non danno garanzie relativamente al successo dell’operazione.

La circostanza che spesso l’unica via di uscita concessa agli azionisti di minoranza finisca per consistere nell’esercizio del diritto di recesso, potrebbe portare a un duplice ordine di conseguenze negative per il gruppo (o il socio) di comando ispiratore del *de-listing*. Da un lato, il gruppo di controllo rischierebbe di vedere la propria partecipazione totalitaria nel veicolo utilizzato per l’acquisizione diluita dall’ingresso della minoranza che non abbia esercitato, anche solo per indifferenza, il diritto di recesso. In tal modo, il tentativo dell’azionista di controllo di eliminazione della minoranza dalla società operativa si tradurrebbe nell’obbligo di condivisione della proprietà azionaria della società incorporante.

Dall'altro, l'eventuale insoddisfazione degli azionisti di minoranza potrebbe portare a un aumento del contenzioso, che si appunterebbe sulla legittimità della delibera di esclusione dalla quotazione e sulla condotta del gruppo di controllo.

Benché, quindi, l'approvazione di una delibera comportante l'esclusione dalla quotazione verosimilmente induca gli investitori di minoranza che non abbiano ancora liquidato le loro partecipazioni a esercitare il diritto di recesso per non rimanere in futuro prigionieri di partecipazioni prive di liquidità, il socio di maggioranza che voglia accrescere in modo determinante le *chance* di successo del tentativo di incentivare l'uscita degli azionisti minoritari fa solitamente preventivo ricorso allo strumento dell'offerta pubblica di acquisto totalitaria con il riconoscimento di un premio, per quanto contenuto, sul valore corrente di mercato.

3.4 Rimedi giuridici per risolvere la “polverizzazione” delle azioni nelle società non quotate

Dopo aver visto come si arriva a una compagine sociale estremamente polverizzata e le conseguenze che ne derivano, e dopo aver analizzato brevemente la contrapposizione di interessi tra soci di minoranza da un lato e società dall'altro, è giunto il momento di analizzare quali possano essere, qualora ve ne siano, gli strumenti giuridici idonei a eliminare la polverizzazione dell'azionariato nelle società di capitali non quotate, sul presupposto che i soci di minoranza non siano disposti a negoziare la vendita delle proprie azioni.

3.4.1. Raggruppamento di azioni

Per raggruppamento di azioni si intende la sostituzione delle azioni in circolazione con delle azioni il cui valore nominale è un multiplo delle prime, con il risultato di avere meno azioni ma di valore nominale più elevato, fermo restando il valore complessivo del capitale sociale.

Il raggruppamento di azioni può derivare indirettamente da altre operazioni, come quelle sul capitale sociale, oppure da operazioni straordinarie di fusione o trasformazione. Altrimenti, più semplicemente, la società può decidere di compiere direttamente il raggruppamento di azioni per ridurre i costi della gestione dei titoli azionari (spesso dematerializzati, con conseguenti costi aggiuntivi), o anche per evitare un danno di immagine della società – che si riflette poi sul valore del proprio patrimonio in prospettiva futura – dovuto ad un valore irrisorio delle azioni.

Il raggruppamento di azioni, operazione di per sé lecita, solleva, invece, problemi di illiceità qualora comporti la riduzione delle partecipazioni dei soci di minoranza per effetto dei resti, o addirittura la loro esclusione dalla società, per il fatto di non avere un numero di azioni sufficienti a effettuare il concambio secondo il rapporto previsto nella delibera. Questo è un esempio pratico in cui si contrappongono gli interessi della società a quelli dei soci individualmente considerati.

Secondo un orientamento dottrinale e giurisprudenziale, la delibera di raggruppamento delle azioni è valida soltanto qualora sia adottata all'unanimità, non potendo la sola maggioranza pregiudicare il diritto dei soci di minoranza a restare nella società⁷⁶. Questo orientamento è stato recentemente ribadito dal Tribunale di Milano⁷⁷, il quale ha affermato l'invalidità della delibera di raggruppamento delle azioni di s.p.a. adottata a maggioranza qualora tale delibera abbia come conseguenza potenziale l'esclusione di uno o più soci senza il loro consenso. In particolare, la sentenza in questione ha stabilito che *“operazioni e relative deliberazioni assembleari quali quella in esame, risolvendosi nella soggezione di un socio all'altrui potere di determinare la stessa cessazione del rapporto sociale così come nel caso di riscattabilità dell'azione, non sono introducibili in (...) s.p.a. senza il consenso del socio forzabile o riscattabile, non*

⁷⁶ V. in giurisprudenza, Trib. Milano, 13 novembre 2012, in *Le Società*, 2013, p. 1299; App. Milano, 30 aprile 1971, in *Giur. It.*, 1972, I, 2, p. 9; Trib. Milano, 13 aprile 1970, in *Giur. mer.*, 1971, I, p. 38. In dottrina, G. FRE'-SBISA', *Società per azioni*, I, in *Comm. al cod. civ.*, dir. da Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1992, p. 224; G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, p. 629; C. GIANNATTASIO, *Sulla validità del raggruppamento di azioni in presenza di resti*, in *Giust. civ.*, 1969, I, p. 1383; T. ASCARELLI, *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca, borsa, tit. di cred.*, 1950, I, p. 78.

⁷⁷ Vedi nota precedente.

apparendo tale materia disponibile a maggioranza, a differenza di quella contigua ma di portata più limitata concernente mere limitazioni nel potere di trasferimento delle sue azioni in capo al socio". E, si badi bene, Il Tribunale di Milano ha applicato questo principio nonostante la società avesse previsto dei meccanismi di salvataggio per i soci di minoranza, quali la negoziazione delle residue azioni non raggruppabili al fine di permettere ai soci di raggiungere il numero minimo di azioni per poter restare nella società (c.d. *mercato dei resti*). Ne consegue che, secondo la citata giurisprudenza, la mera possibilità di un'esclusione renderebbe comunque invalida la delibera, non potendo la maggioranza incidere su un diritto ritenuto inviolabile come quello dello *status socii*.

Secondo un diverso orientamento, invece, anch'esso supportato da copiosa giurisprudenza e illustre dottrina, la delibera è valida anche se adottata a maggioranza, in omaggio alla supremazia di quel principio di maggioranza – sopra citato – caratterizzante l'intera normativa societaria.⁷⁸

Esiste però anche una tesi intermedia, sostenuta dalla dottrina più moderna, secondo cui la legittimità di una delibera di raggruppamento di azioni adottata a maggioranza va valutata caso per caso, tenendo conto della rilevanza degli interessi coinvolti. Per cui, sarà valida ogniquale volta il potenziale pregiudizio arrecato ai soci di minoranza si renda necessario e sia giustificato dall'interesse che ne deriva per la società, fermo restando che quest'ultima deve adoperarsi per ridurre al minimo il pregiudizio subito dalla minoranza⁷⁹.

⁷⁸ V. in giurisprudenza, Trib. di Milano, 20 luglio 1959, in *Giust. civ.*, 1959, I, p. 2230; App. di Genova, 16 giugno 1952, in *Foro pad.*, 1952, I, p. 1089. In dottrina, N. ROBIGLIO, *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 807; F. TEDESCHI, *Raggruppamento delle azioni e conservazione della qualità di socio*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 692; B. VISENTINI, *Sul frazionamento e sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca, borsa, tit. di cred.* 1960, I, p. 14.

⁷⁹ V. in giurisprudenza, Trib. di Genova, 27 febbraio 1984, in *Società*, 1984, p. 1219. In dottrina, C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Codice civile, commentario*, dir. da Schlesinger, Milano, 1992, p. 21; M. STELLA RICHTER, *Collegamento e raggruppamento delle azioni di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, p. 433; P.G. JAEGER-F. DENOZZA, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, 1989, p. 262. In tal senso anche M. BIONE, F. DI SABATO e G.F. CAMPOBASSO.

A conferma delle tesi dottrinarie e giurisprudenziali che ammettono il raggruppamento di azioni deliberato a maggioranza, è d'uopo citare il recente intervento giurisprudenziale della Corte di Appello di Milano⁸⁰, la quale ne conferma la possibilità a patto che sia fondato sull'interesse sociale, precisando che *“l'eventuale perdita della qualità di socio da parte di coloro che non hanno integrato il numero delle azioni possedute fino ad un quoziente intero in applicazione del rapporto di raggruppamento non discende direttamente dalla delibera di raggruppamento, ma dalla decisione del socio di non accedere al mercato dei resti, realizzandosi così una situazione simile a quella del socio che decida di non partecipare ad un'operazione di ricostituzione del capitale integralmente perduto”*. Non solo, ma la citata sentenza si spinge oltre, affermando che *“il voto dei socio contrario ad una delibera di raggruppamento azionario motivata sulla base dell'interesse sociale può integrare la fattispecie dell'abuso della minoranza”*.

A prescindere dalle diverse opinioni sopra esposte, la dottrina è unanimemente concorde nel sostenere che il raggruppamento delle azioni non possa essere utilizzato con il fine ultimo e diretto di escludere i piccoli azionisti dalla società. In tal caso, sarebbe evidente l'illiceità di una delibera che adotti il raggruppamento di azioni a tal fine, trattandosi di un classico caso di abuso della maggioranza ai danni della minoranza. Pertanto, a parere di chi scrive, per utilizzare questo strumento come *squeeze-out* societario bisognerà valutare attentamente i confini della delibera di raggruppamento delle azioni, onde evitare di incappare in eccezioni di annullabilità o di nullità della delibera stessa.

3.4.2. Azioni riscattabili

L'istituto delle azioni riscattabili ex art. 2437 *sexies*, c.c., è stato introdotto con la riforma delle società di cui al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, e prevede la facoltà, e non l'obbligo, per la società o per i soci, di riscattare le azioni detenute da altri

⁸⁰ App. di Milano, 14 gennaio 2013, in *Banca, borsa, tit. di cred.*, 2014, II, p. 433.

soci, a patto che sia prevista nello statuto. L'art. 2437 *sexies* richiama, in quanto compatibili, le norme riguardanti i criteri e il procedimento di liquidazione delle azioni in caso di recesso del socio, al fine di tutelare il socio riscattato da un pregiudizio eccessivo derivante da un *exit* forzoso dalla società. Inoltre, la norma fa salva la disciplina sull'acquisto di azioni proprie da parte della società, dato che nella sostanza si raggiunge lo stesso risultato e non ricorrono i presupposti per una sua deroga.

L'art. 2437 *sexies* parla di “azioni o categorie di azioni”, e secondo l'indirizzo dottrinale prevalente, ciò significa che il riscatto può riferirsi a tutte le azioni emesse dalla società così come ad alcune azioni soltanto, determinando, in quest'ultimo caso, una nuova categoria di azioni ex art. 2348, c.c.⁸¹.

Già prima della riforma, parte della dottrina e della giurisprudenza ammettevano l'introduzione nello statuto di una clausola che prevedesse il riscatto delle azioni, a patto che fosse introdotta prima della sottoscrizione o dell'acquisto delle azioni in oggetto, e che fossero stati altresì predeterminati dei presupposti oggettivi per l'esercizio del diritto di riscatto, al fine di escludere decisioni discrezionali ad opera degli organi sociali⁸².

L'introduzione normativa della fattispecie in oggetto, se da un lato ha permesso di fugare ogni dubbio circa l'ammissibilità del potere di riscatto di azioni altrui, dall'altro, per la sua genericità e, si lasci aggiungere, per le rilevanti conseguenze giuridiche che comporta, lascia aperti ulteriori dubbi riguardanti i limiti operativi entro i quali la norma può operare e, soprattutto per quel che qui interessa, circa la possibilità di usare questo strumento legale per introdurre nello statuto la c.d. clausola di *squeeze-out*.

⁸¹ F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, 2004, p. 75; Consiglio Notarile di Milano, *Massima* n. 99.

⁸² V. in giurisprudenza, Cass. 16 aprile 1994, n. 3609, in *Banca, borsa, tit. di cred.*, 1996, p. 161; App. di Milano, 14 luglio 1982, in *Giur. comm.*, 1983, II, p. 397. In dottrina, P. DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, n. 7-8, p. 386; M. PERRINO, *Tecniche di esclusione del socio*, 1997, p. 374; L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, 1995, p. 236; G.B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, p. 774.

L'analisi relativa alla reale operatività della norma in materia di azioni riscattabili deve iniziare dai presupposti in presenza dei quali il diritto di riscatto può essere esercitato. Ancora oggi, a seguito dell'introduzione dell'art. 2437 *sexies*, l'orientamento prevalente ritiene che la validità delle azioni riscattabili sia subordinata alla predeterminazione nello statuto di presupposti oggettivi, al fine di evitare un'eccessiva espansione del potere discrezionale della società o dei soci riscattanti, la quale potrebbe tradursi in un facile strumento di abuso della maggioranza ai danni della minoranza. Del resto, la fattispecie delle azioni riscattabili è assimilabile a quella dell'esclusione del socio nelle società a responsabilità limitata di cui all'art. 2473 *bis*, dove si richiedono “*specifiche ipotesi di esclusione*”, ossia situazioni predeterminate e oggettive.

A tal riguardo, è interessante compiere un'ulteriore distinzione tra: (i) *presupposti riferiti al socio riscattabile* (es. riduzione della partecipazione al di sotto di una certa soglia), i quali permettono di ridurre il pregiudizio per quest'ultimo, rafforzando così la liceità della clausola in oggetto, dato che il diritto del socio riscattante viene a dipendere dal comportamento del socio riscattabile, diminuendo conseguentemente il potere discrezionale del primo; e (ii) *presupposti riferiti al socio riscattante* (es. incremento della propria partecipazione al di sopra di una certa soglia). Infatti, in quest'ultimo caso, potrebbe dubitarsi della liceità della clausola perché il riscatto delle azioni sarebbe nella esclusiva sfera di controllo del socio riscattante, esponendo così lo *status socii* del socio riscattabile alla discrezionalità altrui.

Tuttavia, anche in tal caso, si ritiene valida la clausola per almeno due ordini di motivi. Primo, perché si traduce nella stessa tipologia di diritto potestativo ammessa oramai dalla dottrina e giurisprudenza maggioritarie nel caso delle c.d. clausole di *drag along*. In particolare, ci si riferisce a quelle clausole che prevedono il diritto in capo ad un socio, normalmente quello di maggioranza, di vendere anche le azioni del socio di minoranza alle stesse condizioni qualora decida di vendere le proprie azioni, in modo da rendere più appetibile l'acquisto

da parte di un terzo investitore⁸³. Nelle clausole di *drag-along* il diritto di trascinarsi è un diritto potestativo del socio di maggioranza, tale per cui il mantenimento dello *status socii* del socio di minoranza è nella discrezionalità del primo. Pertanto, se si ammette questa tipologia di clausole, si deve ammettere anche la tipologia delle azioni riscattabili con diritto dipendente dalla volontà del socio riscattante. Una precisazione a sostegno della tesi appena esposta appare doverosa: mentre le clausole di *drag along* tutelano prevalentemente gli interessi del socio di maggioranza, le clausole di *squeeze-out* normalmente tutelano prevalentemente gli interessi della società, e pertanto trovano un'ulteriore motivo di meritevolezza all'interno dell'ordinamento societario. Secondo, poiché l'art. 111 del t.u.f., il quale, come detto, prevede per il socio che ha superato una certa soglia del capitale sociale il diritto di acquistare tutte le azioni rimanenti, si basa sullo stesso principio, e pertanto se nelle società quotate non viola alcun diritto intangibile, lo stesso deve essere nelle società non quotate, essendo i medesimi i principi inviolabili dell'ordinamento societario⁸⁴.

L'analisi delle azioni riscattabili ai fini dello *squeeze-out* prosegue con riguardo alle maggioranze richieste per l'introduzione della relativa clausola nello statuto. A tal riguardo, parte della dottrina⁸⁵ ha ritenuto illegittima l'adozione a maggioranza del diritto di riscatto di azioni impostato come clausola di *squeeze-out* statutario pura, ossia quella che prevede il diritto di acquistare le azioni degli altri soci a colui che raggiunge una certa quota del capitale sociale, in quanto si tradurrebbe nell'esercizio di un'espropriazione da parte del socio acquirente a suo esclusivo vantaggio, e quindi in violazione dell'art. 42 della Costituzione⁸⁶.

⁸³ Secondo l'orientamento dominante, per l'introduzione delle clausole di *Drag-along* è necessaria l'unanimità dei consensi, ma questo è evidentemente dovuto al fatto che si persegue un interesse principalmente del socio di maggioranza con un diritto immediatamente esercitabile nei confronti dei soci di minoranza attuali, andando quindi a pregiudicare detti soci senza preavviso. Vedi in giurisprudenza, Trib. di Milano, 24 marzo 2011, secondo cui l'introduzione nel *corpus* statutario delle clausole di trascinarsi non sarebbe materia disponibile a maggioranza, in quanto coinvolgente diritti individuali dei singoli soci. Così anche Comitato Triveneto dei Notai, *Orientamento* I.1.25/2006; E. MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela?*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, p.386.

⁸⁴ *supra*, paragrafo 2, pag. 4 e ss.

⁸⁵ V. SALAFIA, *Lo squeeze-out statutario*, in *Società*, 2007, p. 1450.

⁸⁶ Costituzione, Art. 42, terzo comma: "La proprietà privata può essere, nei casi preveduti dalla legge, e salvo indennizzo, espropriata per motivi d'interesse generale".

Secondo tale dottrina sarebbe, però, valida, allorquando vi fosse l'unanimità dei consensi, trattandosi comunque di diritti disponibili. In tale ultimo caso, tuttavia, seppur legittima, l'efficacia della clausola sarebbe inopponibile ai nuovi acquirenti delle azioni perché equipara l'inserimento nello statuto della clausola di *squeeze-out* ad una trasfusione di un patto parasociale nello statuto, il quale ha efficacia meramente obbligatoria tra le parti. Altra cosa sarebbe la creazione di una categoria di azioni riscattabili ex art. 2437 *sexies*, intesa come frazione del capitale sociale, dove il riscatto sia legato a condizioni oggettive delle azioni o a condizioni soggettive dei relativi titolari. In tal caso, infatti, vi sarebbe non più un potere espropriativo in capo ad un socio, ma un diritto di opzione correlato a criteri predeterminati⁸⁷.

Riguardo la critica della natura espropriativa della clausola in oggetto, è d'uopo far notare che l'art. 42 della Costituzione fa "*salvi i casi previsti dalla legge*", e la fattispecie delle azioni riscattabili non può che essere uno di quelli. Infatti, altrimenti argomentando, la critica della natura espropriativa della clausola di *squeeze-out* andrebbe fatta anche per qualsiasi altra ipotesi di azioni riscattabili perché il risultato di fatto sarebbe sempre e comunque l'acquisizione forzata delle azioni di un socio a vantaggio di un altro socio o della società. Pertanto, essendo una fattispecie espressamente prevista dal legislatore, l'unica lettura possibile è quella costituzionalmente orientata, la quale deve valere per ogni ipotesi di applicazione della norma. Stesso discorso dovrebbe, altresì, valere per l'art. 111, d.lgs. n. 58/1998, dato che prevede, nelle società quotate, il diritto per il socio che raggiunge una determinata soglia di capitale sociale il diritto di acquistare le azioni degli altri soci. Anche in questo caso, infatti, non si tratta di un'esproprio illegittimo, ma di un caso espressamente previsto dalla legge in conformità all'art. 42 della Costituzione.

Rigettata, quindi, l'obiezione della tesi espropriativa, e sgombrato il campo dai dubbi di legittimità, resta ora da valutare, alla luce di quanto esposto in

⁸⁷ V. SALAFIA, cit., p. 1451.

precedenza, il *quorum* necessario per l'adozione legittima della clausola di *squeeze-out* statutario.

L'adozione all'unanimità della clausola in oggetto non presenta profili di criticità, e vale non solo per i soci attuali che già si trovano nella posizione di riscattanti o riscattabili, i quali avendo prestato il consenso, ne hanno accettato le possibili conseguenze, ma anche per i soci futuri, dato che l'iscrizione dello statuto nel registro delle imprese ha efficacia dichiarativa, pertanto diventa opponibile a tutti i terzi, i quali sono messi nelle condizioni di poter conoscere i vincoli ed i limiti statutari prima di decidere di entrare nella società.

Più problematica risulta l'adozione a maggioranza ma, purtuttavia, essa si ritiene valida a parere di chi scrive poiché, come esposto in precedenza, il volere della maggioranza nell'interesse della società è sovrano nelle società di capitali. In tal caso l'efficacia della clausola è *ex nunc*, ossia per tutti quei soci che in futuro si troveranno nella situazione di poter riscattare e di essere riscattati. Infatti, se valesse anche per i soci che già si trovano in quella situazione al momento dell'inserimento della clausola, ci sarebbe il rischio evidente di un ingiustificato abuso della maggioranza ai danni della minoranza. Quindi, al fine di evitare un utilizzo abusivo della clausola in oggetto, qualora sia introdotta a maggioranza, occorrerà rispettare i seguenti requisiti: (i) diritto di recesso per i dissenzienti ai sensi dell'art. 2437, comma primo, lett. g), c.c., trattandosi di una modifica che incide sui diritti di partecipazione dei singoli soci; (ii) nessuno dei soci deve trovarsi nella posizione di riscattante o riscattabile al momento dell'introduzione della clausola nello statuto; (iii) il diritto di riscatto deve essere previsto al verificarsi di presupposti oggettivi e predeterminati.

Quindi, preso atto della legittimità dell'introduzione – adottata a maggioranza – nello statuto di una società per azioni non quotata della clausola di *squeeze-out* mediante l'istituto delle azioni riscattabili ex art. 2437 *sexies*, resta da fare un'ulteriore precisazione. Per raggiungere lo scopo voluto, ossia quello di poter evitare anche nelle società non quotate quelle situazioni di azionariato polverizzato, è necessario introdurre nello statuto la clausola di *squeeze-out* prima

di procedere alla quotazione in Borsa. Infatti, il percorso logico-giuridico, nei casi più frequenti, prevede la quotazione della società, la possibile creazione di un azionariato polverizzato, e il *de-listing* della società dalla quotazione. A tal punto, la società, non più quotata, si ritrova nello statuto la possibilità di acquistare essa stessa, o di fare acquistare agli azionisti di maggioranza, le azioni dei numerosi piccoli azionisti rimasti, senza ledere alcun diritto perché tutti quelli entrati nella società nel frattempo hanno avuto modo di conoscere l'esistenza della clausola di *squeeze-out* attraverso la consultazione del registro delle imprese.

5. CONCLUSIONI [DA COMPLETARE]

Ad avviso di chi scrive, quando un soggetto decide di fare parte di una società, accetta non soltanto di concorrere al perseguimento dell'oggetto sociale, ma anche di fare gli interessi della società, interessi che normalmente coincidono con gli interessi dei soci: se la società va bene, infatti, ne beneficiano tutti. A volte però questo binomio "interessi della società – interessi dei soci" viene meno, nel senso che può darsi il caso in cui un'operazione utile per la società comporti un pregiudizio per alcuni soci. In questi casi, a nostro parere, si deve comunque perseguire l'interesse della società che è, e deve rimanere, quello prevalente, sempre ovviamente nel rispetto dei principi di buona fede e di correttezza, trattandosi ovviamente di operazioni che avvengono nell'ambito di un contratto, il contratto sociale. Pertanto, ne consegue che quando un'operazione comporta un vantaggio per la società ma allo stesso tempo un pregiudizio – anche solo potenziale – per alcuni soci, l'operazione è legittima e va intrapresa se necessaria per la società e se il valore conseguito dalla società compensa il disvalore creato per alcuni soci. Ragionando altrimenti, ossia fermandosi di fronte a tutte quelle decisioni benefiche per la società ma dannose per una minoranza di soci, si finirebbe per far prevalere gli interessi dei soci di minoranza a scapito di quelli della società, mettendo a rischio, nel lungo termine, la vita stessa della società, a danno dei soci nel loro complesso, nonché di tutti gli altri *stakeholders* coinvolti.

BIBLIOGRAFIA [DA COMPLETARE]

MONOGRAFIE e SAGGI

- ABBADESSA e G.B. PORTALE; vol.1, Torino, 2006, 134, nota 2
- ANGELICI, *La società per azioni*, I, Principi e problemi, in *Trattato CICU-MESSINEO*, 2012, 102, ss.
- ANGELICI, *Attività e organizzazione. Studio di diritto delle società*, Torino, 2007, 144 e ss.
- ANGELICI, *Le azioni*, in *Codice civile, commentario, dir. da Schlesinger*, Milano, 1992, p. 21;
- ANGELICI, *Scioglimento anticipato di società e buona fede contrattuale*, in *Scritti in onore di Giuseppe Guarino*, vol. I, Padova, 1998, 110 ss.
- ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, 381-382.
- ASCARELLI, *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca, borsa, tit. di cred.*, 1950, I, p. 78.
- BARZEL, *Economic Analysis of Property Rights*, Cambridge, 1997.
- BERTINI, *Contributo allo studio delle situazioni giuridiche degli azionisti*, Milano, 1951;
- BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A.*, Milano, 2013, 121 e ss.
- BORDEN, *Going Private, Old Tort, New Tort or No Tort*, in *49 New York University, L. Rev.*, 1974, 1006 e ss.
- BRADLEY, *Contracts, trust and companies*, in *Corporate Control and Accountability*, Oxford, 1993.
- BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, 29.
- CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, p. 161;
- CAPITANT, *Sur l'abus de droit*, in *Rev. trim. dr. civ.*, 1928, 374.

- CASSOTTANA, *L'Abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano, 1990, 55,
- CERRAI-MAZZONI, *La tutela del socio e della minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 1.
- CHEFFINS, *Company law: theory, structure and operation*, Oxford, 1997, 126 e ss;
- CONAC, ENRIQUES, GELTER, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany and Italy*, in *European Company and Financial Law Review*, 2007, 524 e ss.
- COOTER, *The Cost of Coase*, in *Journal of Legal Studies*, 11, 1982, 1 e ss.
- COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, 103-104.
- DEALESSI, *Development of the Property Rights Approach*, 1990, in *The New Institutional Economics*, 1991;
- DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 223;
- DE GREGORIO, *Impugnativa di deliberazioni di società per azioni contrarie all'interesse sociale*, in *Dir. comm.*, 1951, II, 223;
- DE GREGORIO, *Impugnativa di deliberazioni di società per azioni contrarie all'interesse sociale*, in *Dir. comm.*, 1951, II, 229.
- DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, n. 7-8, p. 386;
- DEMSETZ, *The economics of the business firm*, Cambridge, 1997, 23 e ss;
- DESANA, *art. 111*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, Torino, 1999, 72.
- DETTI, *Elemento soggettivo delle deliberazioni assembleari delle società per azioni e scopo predatorio della maggioranza*, in *Giust. Civ.*, 1962, 292;
- DE VITA, *La proprietà nell'esperienza giuridica contemporanea*, Milano, 1969, 189;
- DI SABATO, *Il principio di correttezza nei rapporti societari*, in *Il nuovo diritto delle società*.
- EASTERBROOK-FISCHEL, *The Economics structure of corporate law*, Cambridge, Mass.-London, 1991, 4, in *Columbia Law Review.*, 89, 1989.

- FAMA, *Agency Problems*, in *Chicago Law Journal*, 1980.
- FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, 1973, 140 e ss.;
- FRE', *Società per azioni*, Art. 2325-2461, in *Commentario Scialoja-Branca*, 1956, 328.
- FRE'-SBISA', *Società per azioni*, I, in *Comm. al cod. civ., dir. da Scialoja e Branca*, Bologna-Roma, 1992, p. 224;
- GALGANO, *Principio di maggioranza*, in *Enciclopedia del diritto*, vol. xxxv, Milano, 1986, p. 547.
- GAMBARO, *voce Abuso del Diritto*, II) *Diritto comparato e straniero*, in *Enc. Giur. Treccani*, I, Roma, 1988, 6.
- GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987, 303.
- GAMBINO, *Nuove Prospettive del conflitto di interessi assembleare nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 394-395.
- GIANNATTASIO, *Sulla validità del raggruppamento di azioni in presenza di resti*, in *Giust. civ.*, 1969, I, p. 1383;
- GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, VI, 1, Torino, 1993, 133 e ss.
- GRIPPO, *Incorporazione di una società per azioni esercente il credito in un istituto di diritto pubblico, pregiudizio dello status socii e situazione patrimoniale*, in *Giur. comm.*, 1978, II, p. 665.
- KRAAKMAN, DAVIES, HANSMANN, HOPT, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2009.
- IACOBELLIS, *art. 111*, in *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, a cura di Fauceglia, Torino, 2010, 218.
- JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1974, 194 e ss,
- JAEGER-DENOZZA, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, 1989, p. 262.
- JENSEN-MECKLING, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, 1980.
- LUCIANO e LACCHINI, *Lo squeeze-out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. comm.*, 2011, pag. 904, fasc. 6.

- MACEY, *Corporate law and corporate governance: a contractual perspective*, in *Journal of Corporate Law*, 1993, 185.
- MACEY, *Externalities, Firm-Specific Capital Investments and the Legal Treatment of Fundamental Corporate Changes*, in *Duke Law Journal*, 1989, 173.
- MACNEIL, *The many futures of contracts*, in *Southern California Law Rev.*, 47, 1974, 691;
- MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, 2004, p. 75; Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 99.
- MAISANO, *L'eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di società per azioni*, Milano, 1968, 78.
- MALIMPENSA, *L'obbligo di co-vendita statutario (drag-along): il socio obbligato ha davvero bisogno di tutela ?*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, p.386.
- MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma*, in *Giur. comm.*, 1998, 485.
- MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 434;
- MILGROM e ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, 1992.
- MILLON, *Communitarians, Contractarians and the Crisis in Corporate Law*, in *Washington & Lee Law Rev.*, 50, 1993, 1373;
- NAPIER, *Abuse of Rights in British Law*, in *Incheste di diritto comparato dirette da Rotondi*, 7, *L'Abus de droit*, Padova, 1979, 281.
- NUZZO, *L'Abuso della minoranza. Potere, responsabilità e danno nell'esercizio del voto*, Torino, 2003.
- OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 646.
- PERRINO, *Tecniche di esclusione del socio*, 1997, p. 374.
- PIROVANO, *L'abus de droit dans la doctrine et la jurisprudence francaises*, in *Inchieste di diritto comparato dirette Rotondi*, 7, *L'abus de droit*, Padova, 1979, 349 ss.

- PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, p. 774.
- POSNER, *Economic Analysis of Law*, 2014, 466.
- PREITE, *“L’Abuso” della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992, 150.
- RANIERI, *Norma scritta e prassi giudiziale nell’evoluzione della dottrina tedesca del Rechtsmißbrauch*, in *Inchieste di diritto comparato dirette da Rotondi*, vol. 7, *L’abus de droit*, Padova, 1979, 364.
- RESCIGNO, *L’abuso del diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, I, 225.
- ROBIGLIO, *Sul raggruppamento delle azioni*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 807.
- ROSS, *The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problems*, 63, in *American Economic Review*, 134, 1973.
- ROTONDI, *L’abuso del diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1923, 112.
- SALAFIA, *Lo squeeze-out statutario*, in *Società*, 2007, p. 1450.
- SALANIE’, *The economics of the business firm*, Cambridge, Mass.-London, 1997, 143 e ss.
- SCHERMI, *Causa illecita e motivo illecito nelle deliberazioni delle assemblee di società di capitali*, in *Giust. civ.*, 1961, I, 888;
- SCIALOJA, *Il “non uso” è “abuso” del diritto soggettivo?*, in *Foro it.* I, 1961, 256.
- SIEBERT, *Verwirkung und Unzulässigkeit der Rechtsausübung*, Marburg, 1934.
- STELLA RICHTER, *Collegamento e raggruppamento delle azioni di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, I, p. 433.
- TEDESCHI, *Raggruppamento delle azioni e conservazione della qualità di socio*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 692.
- VISENTINI, *Sul frazionamento e sul raggruppamento delle azioni*, in *Banca, borsa, tit. di cred.* 1960, I, p. 14.
- WEINER, *The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of the Corporation*, in *Columbia Law rev.*, 64, 1964, 1458.
- WILLIAMSON, *The mechanism of governance*, New York-Oxford, 1996, 171 e ss.

- WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, 1985, 47 e ss.
- WILLIAMSON, *L'organizzazione economica*, trad. it, Bologna, 1986, 143 e ss.
- ZANARONE, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, 247.